



association française des
investisseurs institutionnels

Les Dossiers de l'Af2i

Titres de créance et nouvelles procédures d'insolvabilité

Septembre 2024

Titres de créance et nouvelles procédures d'insolvabilité

Un guide pour les investisseurs institutionnels

Sommaire

Présentation du groupe de travail	7
I. CLÉS DE LECTURE DES PROCÉDURES D'INSOLVABILITÉ	11
1. Schéma introductif.....	12
2. Commentaires préalables sur la définition de l'état d'insolvabilité	14
3. Comprendre les options du dirigeant en cas de difficulté financière.....	15
4. Éléments clés du mandat ad hoc.....	17
5. Éléments clés de la conciliation.....	21
6. Éléments clés de la sauvegarde accélérée.....	25
7. Éléments clés de la sauvegarde.....	31
8. Éléments clés du redressement judiciaire.....	34
9. Éléments clés de la liquidation judiciaire.....	37
II. PROTECTIONS ET POINTS D'ATTENTION STRUCTURELS POUR LES CRÉANCIERS OBLIGATAIRES	39
1. Focus sur les sûretés réelles.....	40
2. Points d'attention pratiques sur les sûretés réelles.....	44
3. Focus sur les garanties personnelles.....	46
4. Focus sur les subordinations structurelles.....	48
III. PROTECTIONS ET POINTS D'ATTENTION CONTRACTUELS POUR LES CRÉANCIERS OBLIGATAIRES	49
1. Focus sur les conventions intercréanciers (ICA)	50
2. Focus sur l'organisation et la coordination des créanciers obligataires.....	52
3. Focus sur le renforcement contractuel de l'accès à l'information et de l'inclusion dans les négociations	54
4. Focus sur les protections contractuelles contre les transferts de valeur directs ou indirects.....	57
Annexe	62

Présentation des travaux du groupe de travail

Depuis maintenant plus de deux décennies, les membres de l'Af2i se sont engagés à promouvoir les meilleures pratiques et à travailler ensemble leurs problématiques d'investissement. C'est un travail continu car l'environnement financier et juridique est en constante évolution.

Les investisseurs institutionnels soutiennent depuis de nombreuses années l'activité des entreprises de diverses manières.

Dans certains cas, c'est l'objet même des institutions, avec, par exemple, des prestations d'assurance, ou en contribuant à la sécurité de leurs collaborateurs par la prévoyance, la retraite, etc. Mais, dans tous les cas, les investisseurs institutionnels financent l'économie, non seulement par la détention d'actions cotées ou non mais aussi, par la détention directe ou au travers de fonds, de créances sur les entreprises sous les formes les plus diverses obligations cotées ou non, prêts, Euro PP, etc.

La commission Risques et Produits de l'Af2i coprésidée par Valérie Stozenbach et Eric Dubos, et sur initiative de ce dernier, s'est saisie du sujet du traitement de ces créances en cas de difficulté financières et de l'entrée des entreprises dans des démarches ou des procédures de restructuration de leurs dettes.

En effet, depuis la remontée des taux, un certain nombre de situations concrètes, ont montré les conséquences des diverses **récentes réformes du droit français**, lesquelles vont clairement dans le sens d'une augmentation des risques avec

notamment, une nette réduction de la capacité des institutionnels à recouvrer tout ou partie de leurs créances en cas de liquidation et un échange en actions de plus en plus important.

Une nouvelle différenciation est ainsi apparue entre créanciers en défaveur des institutionnels et au bénéfice des banques, principalement liée à la qualité de l'emprunteur et non plus à celle de la créance.

Aussi un Groupe de Travail (GT) a été constitué, entre novembre 2023 et février 2024, pour étudier les effets des nouvelles procédures de restructurations.

Le présent guide a pour but d'apporter aux membres de l'Af2i les outils nécessaires pour anticiper et faire face aux problématiques posées par l'application des divers dispositifs pour traiter les situations des entreprises en difficulté.

Il est essentiel que les investisseurs institutionnels soient armés de connaissances approfondies, aux fins de comprendre l'environnement dans lequel évoluent les débiteurs en difficulté et leurs créanciers, de se ménager au mieux les leviers adéquats, et de disposer des bons réflexes d'organisation et d'analyses lorsque ces « accidents de parcours », regrettés mais inévitables, surviennent.

C'est là, tout l'objet de ce guide, avec lequel l'Af2i ambitionne d'apporter à ses membres les éclairages permettant de développer des stratégies réfléchies pour protéger leurs intérêts, tout en favorisant une gestion responsable de leurs expositions.

Ce GT, composé de membres de l'Af2i, a été renforcé par des experts financiers et juridiques. Ce guide compile les meilleures pratiques, les enseignements tirés des expériences et les conseils qui en découlent.

Certains points cruciaux ont été mis en évidence, notamment :

1. La nécessité pour les créanciers institutionnels, souvent obligataires au sein de masses, de s'organiser entre eux le plus tôt possible lorsque des discussions s'initient autour de la restructuration de leur emprunteur. Cette coordination précoce permet non seulement de renforcer la position des créanciers, mais aussi de favoriser des solutions concertées et équilibrées pour toutes les parties impliquées.

2. L'importance de l'accès des investisseurs à l'information pour une prise de décision éclairée. Disposer de données précises et actualisées sur la situation de l'entreprise débitrice est essentiel pour évaluer correctement les perspectives de remboursement et les risques associés.

3. L'insertion systématique, lorsque cela est possible dans le cadre de la mise en place de financement, de **clauses spécifiques visant à anticiper les difficultés potentielles des emprunteurs**. Parmi ces clauses, figurent par exemple l'autorisation préalable des investisseurs lorsqu'un nouvel emprunt est envisagé, assurant ainsi une meilleure participation aux discussions et une gestion proactive des risques.

Plus qu'un simple recueil de recommandations, ce guide exprime la raison d'être de l'Af2i : celle d'une communauté d'investisseurs engagés et responsables. La collaboration entre tous les acteurs du secteur financier est essentielle pour assurer la stabilité et la pérennité des investissements, tout

en contribuant au développement économique durable de nos entreprises.

Enfin, je tiens à exprimer ma gratitude envers tous ceux qui ont contribué à l'élaboration de ce guide, ainsi qu'à vous, chers membres, pour votre engagement dans l'Af2i.

Hubert RODARIE,
Président de l'Af2i

Remerciements au groupe de travail

L'Af2i remercie vivement les membres du groupe de travail, qui se sont réunis depuis le 20 septembre 2023, pour travailler ce thème crucial.

L'Af2i adresse un remerciement particulier aux spécialistes et aux avocats du cabinet Orrick et à leurs collaborateurs, qui ont rédigé ce guide.

Afin que ce document soit directement utilisable par les analystes crédit et les directions d'investissements, des **✚ recommandations** et des **▲ points d'attention**, ont été élaborés et approuvés par le groupe de travail.

Toutefois, il est conseillé aux investisseurs institutionnels de valider auprès de leurs conseils habituels, leurs pertinences, au regard des situations particulières.

Membres du groupe de travail

Eric Dubos (MACSF) co-président
Valérie Stotzenbach (EDF), co-présidente

Myriam Diane (ERAFP)
Gauthier Meyer (ERAFP)
Alexis Grierger (ERAFP)

Julien Lemaire (KLESIA Finance)
Simon Coiffard (MAIF)
Guillaume Ville (PREPARvie)
François-Xavier Van Rossum (PREPARvie)

Thomas Krier (SCOR)
Martin Gréggory (SMA BTP)

Hubert Rodarie
Eric Sidot
(Af2i)

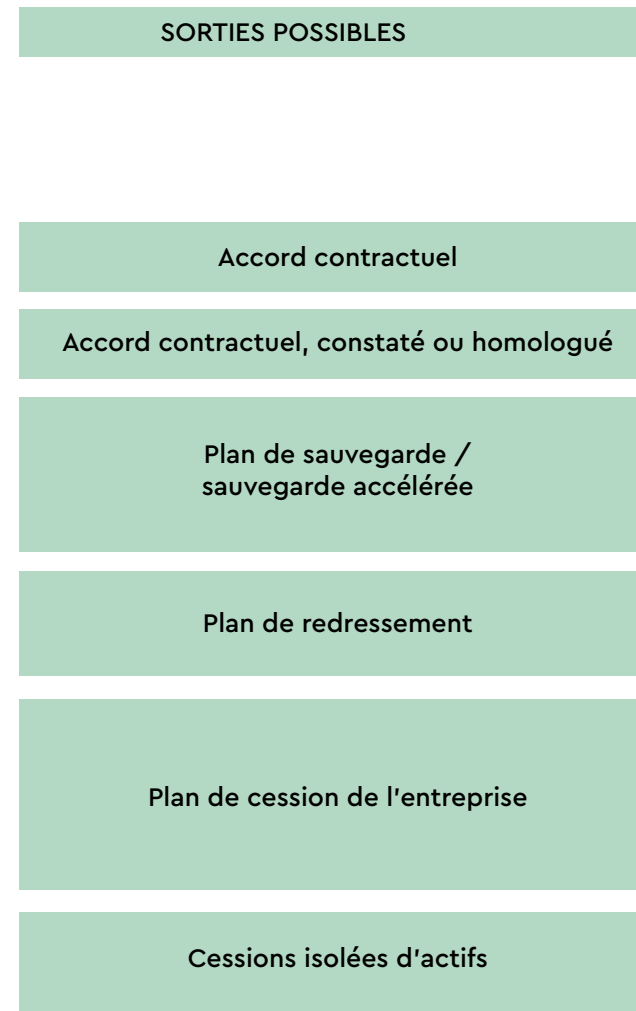
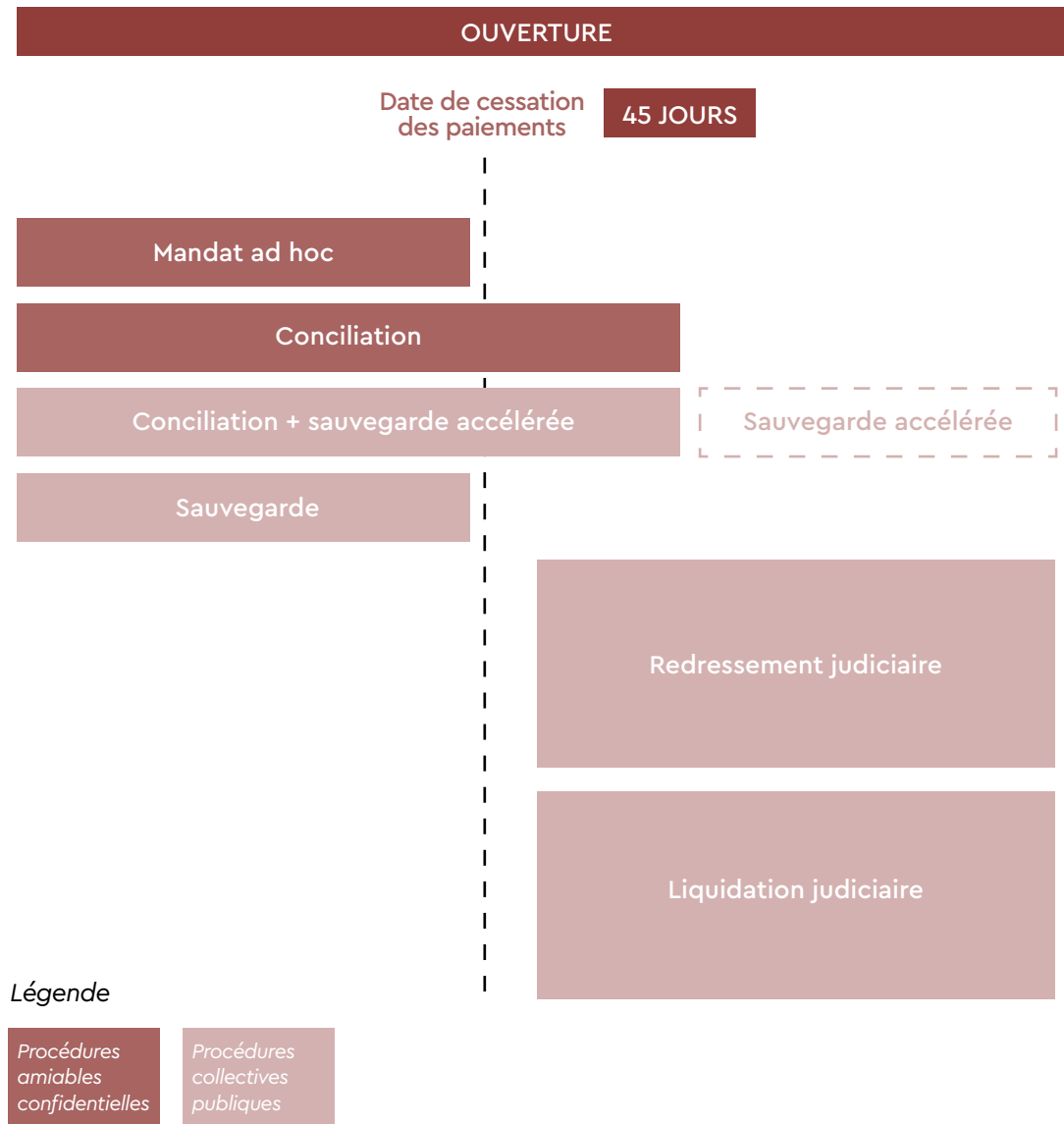
Manaf Triqui
Aurélien Loric
François Wyon
Margaux Romano
Vasile Rotaru
(Avocats Orrick)



Antoine Maspétiol
François Gignoux
(Eiffel)

I. Clés de lecture des procédures d'insolvabilité

I.1 Schéma introductif



I.2 Commentaires préalables sur la définition de l'état d'insolvabilité

Définition en droit français

- Repose exclusivement sur l'analyse de l'état de la trésorerie au niveau de l'entité considérée.
- L'actif disponible comprend essentiellement toutes les liquidités du débiteur (trésorerie, lignes de crédit disponibles) et les actifs immédiatement réalisables (VMP).
- Le passif exigible comprend l'ensemble des dettes certaines et payables (même si le créancier n'en a pas exigé le paiement), à l'exclusion des dettes faisant l'objet de moratoires conventionnels ou légaux.

Absence de critère de solvabilité bilancielle

- Des entreprises solvables d'un point de vue bilanciel pourraient être contraintes d'ouvrir un redressement judiciaire – scénario possible par exemple pour des jeunes entreprises, à la croissance rapide et au BFR non maîtrisé, ou en cas de perte d'un marché / gros contrat, etc.
- Une entreprise dont les dettes dépassent largement ses actifs peut ainsi avoir accès à des procédures dites « préventives ».

Options des dirigeants

- Débiteur solvable : négociation en dehors des procédures, mandat ad hoc, conciliation, sauvegarde.
- Débiteur insolvable (cessation des paiements) : obligation d'ouverture d'une conciliation, redressement judiciaire ou liquidation dans les 45 jours de la cessation des paiements.

I.3 Comprendre les options du dirigeant en cas de difficulté financière

La connaissance des options ouvertes au dirigeant en cas de difficultés financières peut permettre d'anticiper (i) le comportement des dirigeants en cas de difficulté financière du débiteur, et (ii) les protections indirectes que les créanciers peuvent mettre en œuvre à l'encontre d'éventuels comportements abusifs ou dilatoires.

Obligation d'agir dans l'intérêt social

- Les dirigeants de droit ou de fait (ex. actionnaires de contrôle qui se seraient immiscés dans la gestion), sont soumis aux obligations issues du droit commun, i.e. l'obligation d'agir dans l'intérêt propre de la société, qui peut être différent de l'intérêt des actionnaires et toute autre partie prenante. Il y a faute de gestion en cas de violation caractérisée des règles relatives à la gestion des sociétés.
- Les exemples typiques de responsabilité inculquent : absence de déclaration de l'état de cessation des paiements dans les 45 jours (sauf conciliation en cours), absence de convocations des associés lorsque les capitaux propres de la société deviennent inférieurs à la moitié du capital social, distributions excessives de dividendes lorsque la société est en difficulté financière (ex. pour rembourser la dette d'une holding dans une opération LBO, ou structure pyramidale), incompétence de gestion manifeste (ex. investissements excessifs, contrats ruineux, financements intra-groupe ou externes excessifs ou disproportionnés), pratiques comptables inadéquates (cf. William Saurin / Agripole), etc.

• En cas de difficulté financière, les dirigeants ne sont pas soumis à l'obligation d'initier une procédure amiable (mandat ad hoc, conciliation), mais une telle initiative peut être prise en compte dans le faisceau d'indices caractérisant les diligences ou le professionnalisme des dirigeants. Dans le sens inverse, le recours à une procédure amiable dont le seul objet serait de masquer la situation obérée de la société ou de permettre une poursuite abusive d'une exploitation déficitaire (ex. succession de procédures amiables sans chance de réussite) pourrait constituer une faute de gestion (i.e., les dirigeants peuvent être responsables à titre personnel même si un mandataire / conciliateur est désigné pour superviser les négociations).

Obligations potentielles à l'égard des créanciers

- Une faute de gestion (voire une fraude) pourrait être recherchée si les dirigeants cherchent à avantager certains créanciers par rapport à d'autres avant l'ouverture d'une procédure collective (ex. paiement préférentiel ou octroi des nouvelles sûretés ou remboursement des avances en compte courants d'associés alors que l'insolvabilité est inéluctable – outre les nullités potentielles de la période suspecte, cf. infra, Partie 1, I.8).
- Une faute de gestion pourrait également être caractérisée lorsque les dirigeants cherchent à nuire aux intérêts des créanciers (ex. tromper les créanciers sur la solvabilité de la société, organiser délibérément l'insolvabilité de la société).

• A la différence d'autres pays, les textes et la jurisprudence actuels ne prévoient pas explicitement un changement des « devoirs fiduciaires » des dirigeants au profit des créanciers lorsque la société se trouve dans la « zone de l'insolvabilité ». Les textes et la jurisprudence françaises doivent néanmoins être interprétés conformément à la directive 2019/1023, dont l'article 19 prévoit que lorsqu'il existe une probabilité d'insolvabilité, les dirigeants « *tiennent dûment compte* » des « *intérêts des créanciers, des détenteurs de capital et des autres parties prenantes* », de la « *nécessité de prendre des mesures pour éviter l'insolvabilité* » et de la « *nécessité d'éviter tout comportement intentionnel ou toute négligence grave menaçant la viabilité de l'entreprise* » - étendant ainsi le champ de leurs devoirs.

Mise en œuvre de la responsabilité des dirigeants

• En amont de toute procédure ou lors d'une sauvegarde ou d'un redressement judiciaire, un créancier ne peut rechercher la responsabilité du dirigeant qu'en cas de faute séparable de ses fonctions. Il s'agit d'une faute intentionnelle d'une particulière gravité, incompatible avec l'exercice normal des fonctions sociales. La jurisprudence actuelle retient notamment les hypothèses de manœuvres dolosives et d'actes délibérément nuisibles pour le créancier.

• Dans le cadre d'un redressement ou d'une liquidation judiciaire, le dirigeant fautif peut être frappé par des sanctions professionnelles (faillite personnelle / interdiction de gérer) ou pénales (banqueroute) spécifiques.

• Dans le cadre d'une procédure de liquidation judiciaire, le liquidateur, le ministère public ou (à titre subsidiaire) une majorité de créanciers contrôleurs, peuvent initier une action pour insuf-

fisance d'actifs à l'encontre des dirigeants de droit ou de fait lorsque les fautes de gestion ont contribué (même partiellement) à l'insuffisance d'actif constatée.

✂ RECOMMANDATION

En cas d'interrogation sur la gestion des activités du débiteur par le dirigeant, il est recommandé aux créanciers de mettre celui-ci en mesure d'expliquer au plutôt ses choix de gestion.

Ainsi, il peut être sollicité du dirigeant qu'il indique les raisons pour lesquelles, par exemple, il ne souhaiterait pas échanger avec ses créanciers, ou qui justifieraient le refus d'étudier une offre proposée par les créanciers de la société ou par un tiers (par ex. offre de refinancement). Par ailleurs, la désignation en qualité de contrôleur devrait être systématiquement envisagée par les créanciers en cas d'ouverture de procédure collective (cf. infra, Partie 1, 1.6).

I.4 Éléments clés du mandat ad hoc

Conditions d'ouverture

• La procédure est ouverte à l'initiative du débiteur. En pratique, seul le débiteur solvable (i.e., qui n'est pas en cessation de paiements) est éligible (le dirigeant étant soumis à l'obligation d'initier une conciliation, redressement judiciaire ou liquidation judiciaire dans les 45 jours suivant la cessation des paiements).

• Le Président du tribunal de commerce nomme un mandataire ad hoc, professionnel du secteur proposé par le débiteur.

• Le président du tribunal fixe la durée de la procédure, qui peut être renouvelée sans limite de temps.

▲ POINT D'ATTENTION

En pratique, la durée indéterminée du mandat ad hoc permet d'initier des négociations sans faire peser sur le débiteur une contrainte temporelle. Une procédure de conciliation est ensuite ouverte (i) s'il apparaît nécessaire d'obtenir des moratoires / rééchelonnements contre des créanciers individuels récalcitrants, (ii) si l'accord trouvé doit être soumis à l'homologation du tribunal, ou (iii) s'il est envisagé de mettre en œuvre l'accord trouvé dans le cadre d'une procédure de sauvegarde accélérée (cf. infra, Partie 1, 1.6).

Choix des interlocuteurs

• En principe, le débiteur avec le concours du mandataire (ou conciliateur) est libre de choisir les créanciers invités à la négociation (par ex. : créanciers financiers uniquement, bailleurs, principaux fournisseurs, assureurs crédits, actionnaires).

• Les banques commerciales sont souvent appelées relativement tôt dans le processus, notamment en cas de nécessité de renégocier des crédits courts termes (cf. Orpea, Atos). Les autres créanciers financiers sont parfois impliqués dans un second temps seulement, avec le risque pour le débiteur de voir l'issue de la procédure retardée par cette implication tardive.

• Il n'existe aucune obligation de convoquer toutes les parties, et par parallélisme, il n'existe pas de droit pour les créanciers de participer aux négociations. Le dirigeant qui, en séquençant les discussions, priverait indûment certains créanciers d'un forum de négociation pourtant ouvert à d'autres risquerait de commettre une faute de gestion.

✂ RECOMMANDATION

Sous réserve qu'ils aient connaissance de la procédure, il est dans l'intérêt des créanciers exclus de celle-ci de s'organiser efficacement et de solliciter dès le départ, et pour autant qu'un effort de leur part soit sollicité, leur inclusion dans les discussions en cours.

Si le débiteur n'envisage aucun effort de leur part, il le confirmera formellement aux créanciers concernés, afin d'expliquer leur exclusion des négociations. Les créanciers peuvent s'appuyer sur des leviers contractuels (ex. bris de covenants, échéances d'intérêts pendant la procédure, demande de standstill par le mandataire / conciliateur), ou contextuels (ex. capacité de fournir de nouveaux financements, risque de responsabilité des dirigeants pour faute de gestion, cf. Partie 1, 1.4) pour solliciter leur participation aux échanges en cours.

Confidentialité

• Toute personne qui est appelée à un mandat ad hoc ou à une conciliation, ou qui en a connaissance, est tenue à la confidentialité, sous peine d'injonctions de faire et responsabilité civile pour tout préjudice causé.

Cette confidentialité est large, et couvre l'existence de la procédure, les informations échangées ou encore la teneur des négociations.

• **Le débiteur dont les titres de capital ou de dette sont cotés**, n'est pas obligé d'informer le marché sur l'ouverture d'une procédure amiable, dès lors qu'il respecte les conditions du Règlement Abus des Marchés et de la doctrine AMF DOC-2016-08 (notamment l'intérêt légitime de l'émetteur pour la confidentialité, sa capacité à assurer la confidentialité de l'information, et le fait que l'absence de communication n'induit pas le public en erreur). Tout en préservant la confidentialité de la procédure en cours, l'émetteur doit tenir régulièrement informé le marché de l'état des difficultés rencontrées.

▲ POINT D'ATTENTION

En pratique, le débiteur informe parfois le marché de l'ouverture d'une procédure amiable, par exemple (i) lorsqu'il n'est pas en mesure d'assurer la confidentialité de l'information (par ex. fuites dans la presse) ou (ii) lorsqu'une consultation de créanciers titulaires d'une dette cotée est nécessaire (ex. émissions soumises à un droit étranger pour éviter un cas de défaut du fait de l'ouverture de la procédure) (cf. dossiers Vallourec ou Casino).

De manière plus pragmatique, le débiteur peut choisir sciemment de diffuser l'information d'un mandat ad hoc ou d'une conciliation en cours, pour affecter le cours de sa dette sur le marché secondaire et permettre l'intervention de fonds spécialisés (hedge funds) habitués de ces procé-

dures, et capables de coordonner les créanciers, fournir de nouveaux financements ou accepter différents types d'efforts que ceux qui seraient demandés aux créanciers « au pair » (cf. dossiers Vallourec, Orpea, Casino).

Restrictions contractuelles

• **Inefficacité des clauses dites « ipso facto » :**

Toute clause qui modifie les conditions de poursuite d'un contrat en cours en diminuant les droits ou en aggravant les obligations du débiteur du seul fait de l'ouverture du mandat ad hoc ou de la conciliation est réputée non écrite (ex. clause de défaut, augmentation des taux d'intérêts).

▲ POINT D'ATTENTION :

Les clauses de défaut / ipso facto croisées (i.e., faisant référence à la procédure d'une autre entité du groupe) ne sont pas explicitement visées par les restrictions posées par le droit des entreprises en difficulté. Leur efficacité peut donc être défendue.

• Si la loi répute non-écrites les clauses mettant, avant toute négociation, automatiquement à la charge du débiteur plus de 75% des frais de conseil de ses créanciers, rien ne s'oppose à une prise en charge intégrale de ces frais dans le cadre ou à l'issue des négociations. A cet égard, la pratique de place consiste en l'engagement du débiteur, relativement tôt dans le processus, de prise en charge des frais raisonnables des conseils des créanciers, afin d'inviter ces derniers à s'investir dans les négociations sans retarder l'intervention de leurs conseils.

• Les autres clauses contractuelles restent en revanche tout à fait valables et efficaces (ex. négative pledge, obligations d'information).

Organisation des créanciers obligataires

• **Aucune règle spécifique n'encadre l'organisation des créanciers** obligataires pour participer aux négociations.

Or, l'organisation tardive des créanciers est susceptible de les exclure de la dynamique des discussions et, partant, de porter atteinte à leurs intérêts.

• **En pratique, le représentant de la masse / agent** peut être à l'initiative de la coordination des créanciers, par exemple par l'organisation de pitches de conseils juridiques et/ou financiers, ou encore l'identification des principaux créanciers. Il est d'usage que quelques porteurs représentatifs se regroupent au sein d'un organe de coordination, plus ou moins informel (comité ad hoc, SteerCo,...). Cet organe aura pour rôle de coordonner les porteurs, de participer à leur identification et regroupement, de mandater des conseils et de porter la voix des créanciers auprès du débiteur et des autres parties.

Information des créanciers

• **Les procédures amiables ne prévoient aucune règle spécifique** d'information des créanciers. La confidentialité de la procédure peut rendre difficile l'accès aux éléments échangés pendant le mandat ad hoc ou la conciliation avec d'autres parties – le droit civil apporte ici un palliatif important, le débiteur devant partager les informations déterminantes au consentement des parties à tout éventuel accord, outre une obligation de négociation de bonne foi.

• **En revanche les droits d'information contractuels des créanciers** restent applicables. En pratique, les analyses Independent Business Review préparées par des experts choisis par le débiteur sont partagées avec l'ensemble des créanciers appelés aux négociations. Toutefois, il n'est pas exclu

que des catégories de créanciers différentes aient un accès différencié à l'information, selon leurs droits contractuels ou le séquençage des négociations (ex. échéances pendant les négociations, sûretés dont la mainlevée est envisagée).

✂ RECOMMANDATION

Il est recommandé aux créanciers (i) de s'assurer que leurs droits d'information contractuels sont suffisants dans les hypothèses de restructuration en procédure amiable (cf. infra, Partie 3,1.3) ; (ii) d'exiger pendant les négociations que l'information soit partagée de manière équitable et en temps utile.

• **Les débiteurs dont les titres de capital ou de créance sont cotés** restent soumis aux obligations d'information permanente et périodique applicables (dans les conditions posées par la doctrine AMF DOC-2016-08 (cf. supra Partie 1, 1.4.).

Lorsque les créanciers reçoivent une information privilégiée, ils ne peuvent plus échanger les titres de capital ou de dette de l'émetteur sur le marché, jusqu'à ce que le débiteur rende publique l'information partagée.

✂ RECOMMANDATION

Le partage d'informations privilégiées et son éventuelle communication au marché (cleansing) doivent être organisés de manière à permettre aux détenteurs de titres ou de créances cotés de continuer leurs opérations sur titres (cession / achat). Usuellement, les conseils juridiques et financiers peuvent avoir un rôle de filtre dans le traitement et la transmission de cette information, afin d'éviter de « restreindre » les créanciers sur de trop longues durées.

Consultation des créanciers obligataires

- Les porteurs d'obligations de droit français sont organisés de plein droit en masse (sauf dérogation, ex. émissions wholesale) et consultés selon les modalités contractuelles et légales usuelles. Les obligataires ne sont pas consultés individuellement sur les propositions. Le mandataire, le conciliateur et le tribunal, n'ont pas de pouvoir de contrainte pour imposer des mesures. La masse est consultée sur convocation du représentant de la masse, et l'accord est obtenu selon les majorités contractuelles / légales applicables : Généralement, une majorité de 2/3 des voix exprimées par les obligataires présents ou représentés et quorum de 1/5 est requise. Quelques exceptions d'origine légale s'appliquent, notamment la conversion des créances obligataires est soumise à l'accord de chaque créancier obligataire pris individuellement.

- Les porteurs d'obligations de droit étranger (ex. droit anglais, droit new-yorkais) sont consultés conformément aux dispositions légales et contractuelles de droit étranger.

- En pratique, le débiteur va chercher à négocier avec un nombre représentatif de créanciers obligataires (le cas échéant, par l'intermédiaire d'un comité ad hoc ou SteerCo), rassemblant un pourcentage de la souche significatif (en général, plus de 50%) : une fois un accord obtenu, chacun des créanciers s'engagera individuellement à voter en faveur dudit accord (Lockup Agreement, cf. dossiers Orpea, Casino). L'ensemble des obligataires sera ensuite appelé à voter en assemblée générale des obligataires, afin d'atteindre la majorité requise.

▲ **POINT D'ATTENTION** : La consultation des obligataires étant conduite au niveau de chaque souche (i.e., sans décision majoritaire entre les souches, sauf accord inter-créanciers contraire),

l'opposition d'une seule souche peut contraindre le débiteur de mettre en œuvre le plan par la voie judiciaire.

✦ RECOMMANDATION

Les créanciers obligataires devraient prévoir lors de la négociation de la documentation des modalités procédurales permettant l'organisation rapide et efficace des obligataires, afin de garantir leur participation dès le début des négociations (cf. infra, Partie 3, 1.2).

I.5 Éléments clés de la conciliation

Conditions d'ouverture

- Tout débiteur peut déposer une requête aux fins de désignation d'un conciliateur en présence de difficultés juridiques, financières ou économiques, existantes ou prévisibles, à condition qu'il ne soit pas en état de cessation des paiements depuis plus de 45 jours.

- Une nouvelle procédure de conciliation ne peut être ouverte dans les 3 mois, suivant la fin d'une précédente procédure de conciliation.

- Le conciliateur est désigné par le Président du tribunal de commerce sur proposition du débiteur. En pratique, la conciliation fait souvent suite à une procédure de mandat ad hoc, le mandataire étant désigné en qualité de conciliateur.

- La mission du conciliateur peut être : la recherche d'un accord entre le débiteur et ses principaux créanciers pour mettre fin aux difficultés du débiteur ; la présentation des propositions pour assurer la poursuite des activités et la préservation de l'emploi ; la préparation d'une cession partielle ou totale de l'entreprise, à mettre en œuvre dans le cadre d'une procédure ultérieure de redressement ou de liquidation (cession « pre-pack »).

- Le Président du tribunal fixe la durée de la procédure (max. 4 mois avec prorogation possible de 1 mois) et les obligations d'information par le conciliateur (i.e. rapports intermédiaires ou de fin de mission).

Les conditions de négociation

- Les conditions de négociation intermédiée par le conciliateur sont identiques à celles du mandat ad hoc sur de nombreux points : choix des interlocuteurs par le débiteur / conciliateur ; confidentialité ; restrictions contractuelles (ipso facto) ; absence de droit spécifique à l'information ; absence du pouvoir du conciliateur / tribunal pour imposer un accord (cf. supra, Partie 1, 1.4).

- Un mécanisme propre à la conciliation est la possibilité d'obtenir la suspension des poursuites / délais de grâce à l'encontre de créanciers récalcitrants.

En pratique, les conciliateurs demandent régulièrement aux créanciers attraités à la conciliation d'octroyer un standstill pour la durée des négociations. Les créanciers peuvent en principe obtenir des concessions en échange, ex. accès à des informations régulières, implication dans les négociations.

En l'absence d'un standstill octroyé volontairement, le conciliateur peut chercher des mesures de suspension / délais de grâce auprès du Président du tribunal de commerce :

- Si un créancier met en demeure ou poursuit le débiteur pendant la conciliation, le Président du tribunal peut prononcer des délais de grâce de max. 24 mois pour des créances échues.

- Si le conciliateur sollicite un standstill sans réponse favorable de ce dernier, le Président du tribunal peut : (i) prononcer des délais de grâce de maximum 24 mois pour des créances échues ; (ii) reporter ou échelonner le règlement des créances non échues, dans la limite de la durée de la mission

du conciliateur (max 5 mois). Dans les deux cas, le Président peut subordonner la poursuite des mesures ordonnées à la conclusion de l'accord.

- **La jurisprudence actuelle veille** à ce que l'objectif des délais de grâce / rééchelonnements ne soit pas détourné : ce levier doit permettre aux négociations de se poursuivre en dépit de l'opposition de quelques créanciers récalcitrants, mais ne peut servir en lui-même de mesures de restructuration lorsqu'un accord global n'est pas envisageable. Les créanciers faisant l'objet de telles mesures de délais de grâce / rééchelonnements peuvent former appel contre la décision.

✂ RECOMMANDATION

Les créanciers doivent être vigilants lors de leurs échanges avec le débiteur dans le cadre des négociations afin de pouvoir se protéger contre toute utilisation abusive ou détournée des délais de grâce / rééchelonnements.

Incitations pour les créanciers

- **Possibilité de sauvegarde accélérée** pour imposer le plan aux dissidents (cf. infra, Partie 1, I.6).
- **Possibilité de soumettre l'accord à l'homologation** du tribunal (cf. infra, Partie 1, I.5).

Conditions d'homologation

- **Le tribunal homologue l'accord si trois conditions sont remplies** : (i) le débiteur n'est pas en état de cessation des paiements, ou la conclusion de l'accord y met fin ; (ii) les termes de l'accord sont de nature à assurer la pérennité de l'entreprise, et (iii) l'accord ne porte pas atteinte aux intérêts des créanciers non-signataires.
- **Lorsque le débiteur demande l'homologation**, les représentants des salariés sont informés du contenu de l'accord et sont entendus par le tribunal.

Le jugement d'homologation est déposé au greffe du tribunal de commerce et est accessible au public, mais le contenu de l'accord reste confidentiel.

Bénéfices de l'accord homologué

- **Le privilège de conciliation (*new money*)**, bénéficie aux nouveaux financements (autres que les nouveaux investissements en capital) et aux créances issues de la fourniture de nouveaux biens ou services pendant la procédure de conciliation ou dans le cadre de l'accord de conciliation homologué par le tribunal. Le privilège accorde à son titulaire une protection très efficace en cas de restructuration subséquente. Outre une priorité de paiement, le bénéficiaire d'un tel privilège est protégé contre toute extension de maturité ou abandon de créance dans le cadre des procédures collectives subséquentes. Son accord est alors nécessaire, même en cas de vote du plan en classes de parties affectées.

- **L'homologation accroît la sécurité juridique de l'accord** de conciliation. En homologuant l'accord, le tribunal confirme que ses termes sont de nature à assurer la pérennité de l'activité de l'entreprise. Plus généralement, l'intervention du tribunal permet de s'assurer que l'accord correspond à l'intérêt social du débiteur. Dès lors, les risques de remise en cause de la validité de l'accord ou de mise en cause des droits des créanciers sont limités. Par ailleurs, l'homologation de l'accord de conciliation par le tribunal confirme qu'à la date de l'homologation, le débiteur n'était pas en cessation des paiements, ce qui empêche par la suite de considérer que le débiteur était en cessation des paiements avant cette date (autorité de la chose jugée), i.e. le protocole de conciliation et tous les autres actes précédant cet accord sont protégés contre les risques de nullité de la période suspecte en cas d'ouverture d'un redressement judiciaire ou d'une liquidation (cf. infra, Partie 1, I.8).

▲ **POINT D'ATTENTION** : En principe, l'ouverture d'une procédure de sauvegarde, de redressement ou de liquidation judiciaire met fin de plein droit à l'accord de conciliation constaté ou homologué, auquel cas les créanciers recouvrent l'intégralité de leurs créances et sûretés, déduction faite des paiements perçus, mais gardent tout éventuel privilège de conciliation (*new money*).

Toutefois, en pratique les protocoles de conciliation contiennent usuellement des clauses qui aménagent ces conséquences, i.e., neutralisent les effets de l'ouverture d'une procédure collective.

- **Les tiers disposent de voies limitées pour contester le jugement d'homologation**. La tierce opposition est recevable uniquement dans les dix jours de la publication au Bodacc de la notice sur le jugement d'homologation. Par ailleurs, les créanciers non-signataires qui forment tierce opposition (i.e. considèrent que l'accord peut leur être préjudiciable) dans les dix jours de la publication du jugement d'homologation ne peuvent obtenir la communication de l'accord qu'une fois la tierce opposition déclarée recevable (i.e. tierce opposition difficile à justifier). Par ailleurs, les créanciers non-signataires qui forment tierce opposition (i.e. considèrent que l'accord peut leur être préjudiciable) dans les dix jours de la publication du jugement d'homologation ne peuvent obtenir la communication de l'accord qu'une fois la tierce opposition déclarée recevable (i.e. tierce opposition difficile à justifier).

▲ POINT D'ATTENTION

Il convient d'être particulièrement attentif aux restructurations « en deux étapes » qui pourraient être mise en œuvre par le débiteur : (i) tout d'abord, négociations limitées à un groupe restreint de créanciers, notamment bancaires,

entraînant l'octroi de sûretés ; (ii) puis mise en œuvre d'une restructuration globale, le caractère sécurisé des créanciers parties au premier accord étant alors suffisant pour imposer ladite restructuration à l'ensemble des parties prenantes (exemple du précédent Orpea).

Ce séquençage est potentiellement préjudiciable pour les créanciers non-participants à la première négociation, et présente un risque substantiel d'aboutir à des résultats dérogeant aux principes *pari passu* / *prorata* entre les créanciers initialement de même rang.

✂ RECOMMANDATION

Les créanciers qui ne participent pas à la procédure de conciliation devraient étudier la possibilité de réaliser une tierce opposition dans les dix jours de la publication au Bodacc à l'encontre du jugement d'homologation, dès lors que les éléments à leur disposition laissent à penser que l'accord obtenu leur est préjudiciable (ex. financement offert à certains créanciers seulement, accord assurant l'élévation de certains créanciers alors qu'une restructuration / insolvabilité subséquente apparaîtrait inéluctable) Par ailleurs, les créanciers peuvent limiter les effets préjudiciables d'une telle stratégie potentielle en renforçant leurs droits contractuels d'information et en mettant en place une organisation efficace leur permettant de s'imposer dans les négociations dès la première phase (cf. infra, Partie 3, I.2 et I.3).

Rappel des différences clés entre le mandat ad hoc et la conciliation.

- **Etat de cessation des paiements** : Le débiteur en état de cessation des paiements ne peut pas solliciter l'ouverture d'un mandat ad hoc alors qu'il peut solliciter l'ouverture d'une conciliation sous réserve de ne pas être en état de cessation des paiements depuis plus de 45 jours.

- **Durée** : Le mandat ad hoc est une procédure qui n'est pas limitée dans le temps, tandis que la conciliation ne peut excéder 5 mois.

- **Leviers de négociation** : Le conciliateur dispose de certains leviers qui ne sont pas accessibles au mandataire ad hoc (*standstill* judiciaire, accès à une procédure simplifiée pour les délais de grâce).

- **Sortie** : L'accord amiable conclu dans le cadre d'un mandat ad hoc conserve une simple valeur contractuelle, et ne peut être ni constaté ni homologué, contrairement au protocole d'accord de conciliation qui peut être constaté par le Président du tribunal ou homologué par le tribunal (cf. supra, Partie 1. 1.5).

1.6 Éléments clés de sauvegarde accélérée

Conditions d'ouverture

- Une procédure de conciliation doit être en cours au bénéfice du débiteur. Le conciliateur est désigné en qualité d'administrateur judiciaire ou mandataire judiciaire (selon sa profession), sauf cas exceptionnels.

- Le débiteur doit avoir préparé un projet de plan de sauvegarde dans le cadre de la procédure de conciliation. Le tribunal sollicite que soit rapportée la preuve d'un soutien suffisant permettant l'approbation du plan proposé dans la durée courte de la procédure (2 mois renouvelables une fois, max. 4 mois).

Généralement, les créanciers qui soutiennent le plan signent un accord engageant (Lockup Agreement) avant l'ouverture de la procédure, afin de s'engager à (i) voter en faveur du plan agréé avec le débiteur et proposé par ce dernier, (ii) ne pas céder leurs créances avant le vote et (iii) d'une manière plus générale, soutenir la mise en œuvre du plan jusqu'au closing. Il n'est pas exigé que le support d'une majorité de créanciers soit acquis : il suffit que l'approbation du plan apparaisse possible dans les délais, c'est-à-dire y compris par application forcée interclasse.

▲ **POINT D'ATTENTION** : Il n'est pas explicitement exigé que toutes les parties prenantes dont les droits seront directement affectés par le plan aient été impliquées dans les négociations préalables dans le cadre de la conciliation (confidentielle). Néanmoins, la pratique devrait exiger que tous créancier affecté par le plan ait été appelé aux négociations.

Si tel n'était pas le cas, les créanciers concernés pourraient envisager de contester les manœuvres consistant à les exclure des négociations avant l'ouverture d'une sauvegarde accélérée les visant.

Cette contestation pourrait être réalisée (i) de manière informelle auprès du conciliateur / administrateur judiciaire et du président du tribunal, (ii) par le biais d'une tierce opposition contre le jugement d'ouverture ou (iii) dans le cadre de la contestation du plan.

Déclaration des créances

- Le débiteur déclare les créances au nom des créanciers affectés par le projet de plan.

- Lorsque les obligataires sont organisés en masse, le représentant de la masse peut déclarer au passif de la procédure les créances pour le compte de tous les obligataires de la masse ou vérifier les déclarations soumises par le débiteur. Cette fonction peut être déléguée aux agents des sûretés, mandataire ou les obligataires eux-mêmes (ex. dans les émissions wholesale).

Procédure sélective

- Le projet de plan préparé en conciliation peut affecter certains créanciers seulement (normalement les créanciers ayant participé à la conciliation préalable), si des critères objectifs le justifient. Le législateur envisage explicitement que le plan puisse être limité aux seuls créanciers financiers (i.e. équivalent de l'ancienne sauvegarde financière accélérée). Le débiteur doit justifier les raisons

pour lesquelles certaines parties ou catégories ne sont pas affectées dans le plan soumis au vote.

- **Tous les effets de la procédure** (y compris la suspension automatique des poursuites et des paiements) sont limités aux parties affectées par le projet de plan, i.e., les créanciers exclus continuent à être payés et peuvent agir contre le débiteur en cas de défaut de paiement.

▲ POINTS D'ATTENTION

- Les plans semblent pouvoir être limités à certaines catégories de créanciers financiers seulement en excluant des créanciers de même rang ou de rangs différents, mais l'argument contraire peut également être soutenu (i.e., que l'inclusion de tous les créanciers financiers serait nécessaire).

- Les créanciers peuvent remettre en cause (i) le choix d'exclure certains créanciers / catégories de parties affectées du périmètre du plan, dans le cadre des recours sur la constitution des classes, et/ou (ii) l'application de la règle de priorité absolue par rapport aux catégories de parties exclues (i.e., non affectées par le plan), dans le cadre des recours sur le plan voté par les classes de parties affectées.

Privilège de sauvegarde / redressement

- Un Privilège est octroyé aux créanciers qui fournissent des nouveaux financements intermédiaires pendant la période d'observation (i.e., après l'ouverture de la procédure) pour assurer la continuité de l'activité du débiteur pendant la durée de la procédure (i.e. financement relais). Ce financement provisoire est soumis à l'approbation du juge-commissaire, qui doit s'assurer que le financement est nécessaire pour assurer la continuité d'exploitation pendant la période d'observation.

- Un privilège est octroyé aux créanciers qui accordent des nouveaux financements mentionnés dans le plan aux fins de l'exécution du plan (ou du plan modifié). Ces nouveaux financements font partie du plan (ou du plan modifié) qui doit être approuvé par les classes et le tribunal s'assure qu'ils sont nécessaires pour mettre en œuvre le plan et ne portent pas une atteinte excessive aux intérêts d'autres parties affectées.

- Les deux privilèges accordent une priorité de paiement par rapport aux créanciers chirographaires (avec quelques exceptions) et de sûretés mobilières en cas de cession d'actifs / d'entreprise en procédure collective ultérieure. Toutefois, les créances privilégiées sont primées par (i) des sûretés-propriété (ex. fiducie, crédit-bail, clause de réserve de propriété) et des droits de rétention (sur la valeur de l'actif concerné), et (ii) le super-privilège des salaires, frais de justice, les sûretés immobilières (sur la valeur de l'actif), créances salariales non-remboursées, privilège de conciliation. Par ailleurs, les financements privilégiés bénéficient d'une protection extrêmement efficace contre des délais de paiement ou des abandons de créance en cas de procédure collective subséquente : dans ce cas, les créanciers bénéficiant de ce privilège doivent accepter les efforts qui leur seraient demandés (et qui ne peuvent donc leur être imposés, y compris en cas de vote des classes ou application forcée interclasses).

Initiative du plan

- Les dirigeants soumettent le plan qui a été négocié en conciliation et a reçu un soutien suffisant des créanciers avant l'ouverture de la sauvegarde accélérée.

- Les créanciers ne peuvent pas soumettre des plans alternatifs en sauvegarde ou sauvegarde accélérée (à la différence du redressement judiciaire, cf. infra).

Information des créanciers

- La procédure de sauvegarde accélérée (à l'instar de la sauvegarde et du redressement judiciaire) ne prévoit aucune règle spécifique d'information pendant les négociations dans les procédures collectives.

Toutefois, les droits d'information contractuels des créanciers obligataires restent pleinement applicables malgré l'ouverture d'une procédure collective. Par ailleurs, les débiteurs dont les titres de capital ou de créance sont cotés restent soumis aux obligations d'information permanente et périodique applicables. Lorsque l'information est confidentielle / privilégiée, la communication de l'information peut restreindre les cessions / achats de titres sur les marchés. La communication de l'information peut être organisée afin d'éviter les restrictions involontaires (cf. supra).

- Un à cinq créanciers peuvent être désignés en qualité de « contrôleurs » sur leur demande.

Les contrôleurs ont accès aux informations échangées entre les organes de la procédure (ex. les rapports de l'administrateur judiciaire) et sont appelés aux audiences pendant la procédure, mais sont tenus à des obligations de confidentialité à cet égard. Les contrôleurs peuvent également agir au nom et dans l'intérêt collectif des créanciers (ex. former appel) en cas de carence du mandataire judiciaire. Toutefois, les contrôleurs ne peuvent se porter acquéreurs des biens du débiteur (y compris ses actions dans le cadre d'une conversion de créances en capital).

✦ RECOMMANDATION : Les créanciers obligataires ne devraient pas se porter candidat aux fonctions de contrôleur mais plutôt solliciter la désignation du représentant de la masse des obligataires à cette fonction. En effet, le représentant de la masse des obligataires peut demander sa désignation en qualité de contrôleur pour amé-

liorer son accès à l'information et bénéficier de certains droits procéduraux. Les fonctions de contrôleur restreignent sa capacité de se porter acquéreur des biens ou actions du débiteur. Cependant, la désignation du représentant de la masse ne restreint pas la capacité des créanciers obligataires, pris individuellement, d'acquérir les biens ou actions du débiteur. Toutefois, le représentant de la masse resterait tenu à la confidentialité à l'égard des créanciers obligataires par rapport à toute information ainsi obtenue.

- Le débiteur est soumis à une obligation d'information lors de la consultation des créanciers. Notamment en cas de vote des classes de parties affectées, le projet envoyé doit contenir des informations sur l'actif et le passif, les conditions de restructuration et un exposé des motifs justifiant les mesures proposées.- Le débiteur n'est pas soumis à une obligation légale de partager les analyses de valorisation de l'entreprise et ses actifs ou l'information qui permettrait aux créanciers d'entreprendre leurs propres analyses.

▲ POINT D'ATTENTION

Les créanciers doivent s'assurer un accès à une information fiable sur l'activité du débiteur, afin le cas échéant de réaliser leurs propres analyses de valorisation, qui permettront de s'assurer du respect de leurs droits et pourront au besoin être utilisées en cas de contestation.

Constitution des classes

- En sauvegarde accélérée, le plan est nécessairement soumis au vote des classes de parties affectées (même pour les PME). En pratique, la composition des classes est anticipée en amont dans le cadre des négociations en conciliation.

- Les parties affectées sont réparties en classes représentant une communauté d'intérêts économiques

suffisante appréciée au regard de la situation antérieure à l'ouverture de la procédure que la base de critères objectifs et vérifiables. En pratique, les créanciers de même rang et/ou type peuvent être regroupés dans des classes différentes, mais uniquement si des critères objectifs le justifient (ex. obligataires de différentes souches).

- Des parties appartenant à la même classe doivent être traitées de la même façon.

- L'administrateur judiciaire dispose d'une certaine marge de manœuvre pour la constitution de classes. Certains critères de composition imposent néanmoins :

- La distinction des classes de créanciers titulaires de sûretés réelles avec celles des créanciers chirographaires.

- Le respect des accords de subordination portés à sa connaissance.

- La distinction entre les créanciers et les détenteurs de capital (ex. actionnaires, actionnaires de préférence, bons de souscription d'actions secs, i.e., dont le titre primaire n'est pas une créance) dans des classes différentes.

- Certaines créances sont exclues du périmètre des classes. Il s'agit notamment des créances issues de contrats de travail (y compris AGS subrogée), les droits à pension acquis et les créances alimentaires. Pour les parties affectées bénéficiaires d'une fiducie constituée à titre de garantie par le débiteur, sont seuls pris en compte les montants de leurs créances non assorties d'une telle sûreté.

▲ POINTS D'ATTENTION

- Dans les précédents de place, différents critères ont été utilisés pour la constitution des classes (ex : exigence de garanties par d'autres entités du groupe ou l'Etat (PGE), créanciers cross-holder, valeurs mobilières donnant accès au capital, créanciers publics privilégiés, fournisseurs intra/hors groupe, rangs des sûretés, bailleurs, etc.).

Ces précédents doivent néanmoins être nuancés : peu ont été confirmés par une juridiction à la suite d'un recours, et certains choix découlent de situations particulières, sans nécessairement avoir une portée générale.

- La notion de créance assortie d'une sûreté réelle ou d'une fiducie sûreté, n'est pas définie par les textes, ni par la jurisprudence actuelle, mais il est aujourd'hui considéré, que la créance est sécurisée pour le montant contractuel garanti, quelle que soit la valeur de l'actif sous-jacent. Dès lors, les sûretés réelles offrent une protection efficace en procédure de sauvegarde (ou redressement judiciaire) indépendamment de la valeur de l'actif sous-jacent (cf. infra).

- Les créanciers obligataires sont consultés en tant que parties affectées, i.e. le vote n'a pas lieu dans le cadre d'une assemblée générale de la masse.

▲ POINT D'ATTENTION

En général les obligataires de la même émission sont regroupés dans la même classe. Toutefois, l'administrateur judiciaire pourrait regrouper plusieurs souche obligataires (voire des crédits bancaires) partageant les mêmes intérêts économiques et même rang dans une même classe. L'administrateur judiciaire pourrait également considérer que certains obligataires ont des intérêts spécifiques justifiant une séparation des obligataires de la même souche (ex. détention concomitante de titres de capital ou autres titres de créances de rang différent ; engagement de fournir des nouveaux financements, etc.).

- Les créanciers peuvent contester les critères de constitution des classes dans les dix jours de la notification de la composition des classes devant le juge-commissaire (ensuite cour d'appel) avant le vote des classes s'ils n'apparaissent pas justifiés objectivement (ex. composition des classes de ma-

nière opportuniste), y compris les classes dont ils ne font pas partie (cf. précédent Orpea).

✚ RECOMMANDATION

Les créanciers doivent être vigilants pour contester en temps utiles des propositions de composition des classes qui leur seraient défavorables (ex. classes composées spécifiquement pour faire approuver un plan à l'encontre des créanciers dissidents), les délais pour ce faire étant particulièrement courts.

Conditions d'approbation du plan par les classes

- Le plan est approuvé par une classe à la majorité de 2/3 des parties ayant exprimé un vote au sein de chaque classe pour toutes les mesures proposées (y compris abandons de créances, conversions, etc.).

- Des créanciers peuvent refuser le plan au sein d'une classe l'ayant approuvé : il s'agit de créanciers « dissidents ». Ainsi, si une classe approuve le plan à 75%, la classe est favorable mais comprend 25% de dissidents.

Conditions d'approbation en cas d'adoption par toutes les classes

- Régularité de la constitution, du vote des classes et de la notification du plan par l'administrateur judiciaire.

- Traitement égalitaire et proportionnel des parties affectées partageant une communauté d'intérêt suffisante au sein de la même classe, les créanciers appartenant à une même classe doivent être traités de la même manière.

▲ POINT D'ATTENTION :

L'égalité de traitement des membres d'une même classe n'interdit pas un traitement différent au titre

d'une casquette différente (ex. : créancier étant actionnaire par ailleurs, ou créancier étant rémunéré au titre du plan pour avoir fourni une prestation distincte dans le cadre du plan (ex. : engagement de backstop).

De même, les créanciers d'une même classe peuvent se voir proposer plusieurs options de traitement, dès lors que cette offre est faite à tous.

- Le cas échéant, tout nouveau financement (i.e. new money privilégié) est nécessaire pour mettre en œuvre le plan et ne porte pas une atteinte excessive aux intérêts des parties affectées.

- Le « meilleur intérêt » des créanciers dissidents, qui ne doivent pas être moins bien traités que dans l'hypothèse (i) d'une cession d'actifs (liquidation) ; (ii) d'une cession de l'entreprise (redressement ou liquidation) (à noter que le prix en plan de cession d'entreprise est souvent sous-évalué ou symbolique) ou (iii) dans la meilleure solution alternative probable si le plan n'est pas approuvé.

En cas de contestation de ce critère par des créanciers dissidents, le tribunal s'appuie sur des rapports d'expertise pour arrêter la valeur « en activité » et liquidative de l'entreprise.

Conditions d'approbation en cas de rejet par certaines classes

- Sur demande du débiteur ou de l'administrateur judiciaire (avec accord du débiteur) seulement.

- Approbation par majorité des classes dont au moins une des classes de non chirographaires OU à défaut au moins une classe « dans la monnaie » (valorisation « en activité » sur la base de rapports d'expertise.

- Aucun créancier ne conserve ou ne reçoit plus que le montant de ses créances.

- Respect de la règle de priorité absolue i.e. les créances des classes dissidentes doivent être désintéressées « intégralement » par « des moyens identiques ou équivalents » lorsqu'une classe de rang inférieur reçoit un paiement ou conserve un intéressement dans le cadre du plan. Des exceptions sont possibles sur requête du débiteur lorsqu'elles sont nécessaires afin d'atteindre les objectifs du plan et si le plan ne porte pas une atteinte excessive aux droits ou intérêts de parties affectées (ex. principaux fournisseurs, actionnaires fondateurs / dirigeants dont la participation est nécessaire pour l'entreprise par la suite, etc.)

Conditions d'approbation additionnelles en cas de rejet par les actionnaires

- Des protections additionnelles s'appliquent, en sus des conditions qui viennent d'être exposées, lorsque la ou les classes de détenteurs de capital rejettent le plan, à savoir : (i) le débiteur dépasse certains seuils ; (ii) les actionnaires sont « hors de la monnaie » (sur la base de rapports d'expertise, cf. infra) ; (iii) aucune cession forcée des titres ; (iv) en cas d'augmentation de capital les actionnaires historiques souscrivent en priorité (ex. DPS, droit de priorité, priorité *sui generis*).

▲ POINT D'ATTENTION

Même si les actionnaires jouissent d'un droit de priorité, en pratique, le prix de souscription pour les augmentations de capital visant à permettre la conversion de la dette « en dehors de la monnaie » en capital est usuellement élevé, reflétant ainsi l'effort demandé aux créanciers.

Dès lors, le plan impose aux associés, qui sont en dehors de la monnaie, soit une dilution massive, soit un coût important pour éviter une telle dilution (cf. dossier Orpea).

Contestations par les créanciers dissidents

- Plusieurs critères d'approbation du plan nécessitent une expertise de valorisation de l'entreprise dans un scénario liquidatif ou en continuité d'activité (*going concern*).

- Les créanciers dissidents peuvent contester avant l'arrêté du plan le critère du « meilleur intérêt » et le fait que des classes soient « dans la monnaie » ou « hors de la monnaie » (notamment actionnaires). Dans cette hypothèse, le tribunal fixe la valeur de l'entreprise, éventuellement aux dires d'expert. Les parties (i.e., débiteur et créanciers dissidents) peuvent soumettre leurs expertises de valorisation. En principe, le tribunal peut également nommer des experts indépendants pour établir la valeur de l'entreprise par un processus contradictoire (i.e. en discussion avec les dissidents).

▲ POINT D'ATTENTION

En pratique, les tribunaux sont susceptibles de s'appuyer sur des expertises établies à l'initiative du conciliateur / administrateur judiciaire (cf. dossiers Orpea, Casino). Si ces rapports n'étaient pas réalisés de manière contradictoires (i.e. le rapport n'est pas discuté en amont ou transmis aux créanciers dissidents), leur légitimité en serait affectée en cas de contentieux.

✦ RECOMMANDATION

Les créanciers dissidents devraient se coordonner et se doter de rapports d'expertise indépendante crédibles sur (i) la valeur de l'entreprise, et (ii) les scénarios alternatifs possibles si le plan n'est pas approuvé (notamment des plans de refinancement / restructuration alternatifs). Les créanciers doivent donc s'assurer d'avoir accès à une information fiable et de se coordonner afin d'identifier les alternatives possibles au plan proposé par le débiteur, notamment si de nouveaux fonds sont nécessaires.

1.7 Éléments clés de la sauvegarde

Conditions d'ouverture

- Procédure collective accessible aux débiteurs in bonis confrontés à des difficultés qu'ils ne peuvent surmonter. Le débiteur doit être solvable (i.e., pas en cessation des paiements).

- A l'instar des autres procédures, les motivations subjectives du débiteur sont indifférentes, à l'exception des situations de fraude (ex. la procédure peut être ouverte exclusivement pour empêcher la mise en œuvre des sûretés. cf. précédent Cœur Défense, Groupe Bernard Tapie).

- L'objectif de la procédure est d'assurer la poursuite de l'activité, le maintien de l'emploi, et l'apurement du passif (dans cet ordre).

Organes de la procédure

- Les organes de la procédure sont : administrateurs judiciaires (au-delà des seuils ou à la discrétion du tribunal), mandataires judiciaires, juge commissaire, créanciers contrôleurs, ministère public.

Principaux effets de l'ouverture

- Les dirigeants restent en charge des affaires courantes (processus debtor in possession), mais sous le contrôle de l'administrateur judiciaire (avec mission de supervision ou assistance, i.e., cosignature des principales décisions).

- Interdiction de paiement des dettes préexistantes.

- Arrêt des poursuites individuelles pendant la durée de la procédure et de la mise en œuvre des sûretés, y compris octroyés par le débiteur pour garantir les dettes des tiers (ex. sûreté pour autrui dans les financements d'un groupe).

- Suspension de l'accroissement de l'assiette des sûretés (à l'exception des cessions « Dailly » en vertu d'un contrat-cadre conclu avant l'ouverture de la procédure).

- Restriction des clauses *ipso facto* (cf. supra, Partie 1.1.4).

Période d'observation

- La procédure est ouverte pour six mois, renouvelables une fois pour un maximum de 12 mois au total.

Facilitation de la continuation d'activité

- Plusieurs dispositions applicables en procédure de sauvegarde visent à faciliter la continuation de l'activité de l'entreprise pendant la période d'observation.

- La sauvegarde prévoit un régime spécifique pour les « contrats en cours ». La notion de contrat en cours renvoie au contrat n'ayant pas épuisé ses effets fondamentaux au jour du jugement d'ouverture (i.e., la prestation caractéristique ou principale du co-contractant n'a pas été accomplie). Il est à noter que les contrats de prêt ne sont pas des contrats en cours en ce sens qu'ils ne sont pas considérés comme tel par la jurisprudence constante.

Par conséquent, ces contrats de prêts ne sont pas soumis au régime particulier des contrats en cours, quand bien même le versement du capital ou le déblocage des fonds serait échelonné et interviendrait après le jugement d'ouverture.

- **Le régime des contrats en cours poursuit deux objectifs** : Le premier objectif, est de minimiser la disruption des activités de l'entreprise : aucune indivisibilité, résiliation ou résolution d'un contrat en cours ne peut résulter du seul fait de l'ouverture d'une procédure de sauvegarde. Le deuxième objectif, est de faciliter une réorganisation opérationnelle : l'administrateur judiciaire peut demander au juge commissaire la résiliation des contrats qui lui semblent préjudiciables pour l'entreprise, à condition que leur résolution soit nécessaire à la sauvegarde du débiteur et ne porte pas une atteinte excessive aux intérêts du cocontractant. L'administrateur judiciaire peut également résilier les contrats de bail commercial par simple notification au bailleur.

- **Le jugement d'ouverture arrête l'accroissement de l'assiette** de toute sûreté réelle conventionnelle ou de tout droit conventionnel de rétention, i.e., certains actifs qui tomberaient dans l'assiette des sûretés en dehors de toute procédure sont à la libre disposition du débiteur.

- **Les entreprises en difficulté** peuvent rencontrer des difficultés à obtenir de nouveaux financements, ex. par absence d'actifs disponibles pour octroyer des sûretés efficaces pour les nouveaux créanciers financiers. Le régime de la sauvegarde (ainsi que sauvegarde accélérée et redressement judiciaire) facilite le financement de l'entreprise pendant la période d'observation.

- **Les créanciers qui fournissent de nouveaux crédits à l'entreprise** pendant la période d'observation ou dans le cadre du plan de sauvegarde (ou

de sa modification) peuvent bénéficier d'un privilège « post-money » (DIP financing) semblable au privilège de « new money » de la conciliation, à condition d'être approuvé par le juge commissaire dans la limite nécessaire à la poursuite de l'activité pendant la période d'observation.

- **Par ailleurs, si un bien est grevé d'une sûreté réelle spéciale ou d'une hypothèque légale**, le tribunal peut ordonner la substitution d'une autre garantie en cas de besoin, si elle présente des avantages équivalents, i.e., des actifs collatéralisés peuvent être cédés ou utilisés pour garantir de nouveaux endettements.

▲ POINT D'ATTENTION

Le dirigeant, comme l'administrateur judiciaire, est tenu au respect de toutes les obligations légales et conventionnelles du débiteur, i.e., les obligations contractuelles ne sont pas suspendues (ex. clauses restrictives / negative pledge).

Approbation du plan de sauvegarde par classes de parties affectées

- **La procédure pour l'approbation du plan diffère selon la taille du débiteur** : (i) petites entreprises, ou (ii) entreprises qui dépassent des seuils appréciés au niveau du débiteur et ensemble avec les filiales qu'il contrôle (à savoir (x) plus de 250 salariés et 20 millions d'euros de chiffre d'affaires, ou (y) un chiffre d'affaires supérieur à 40 millions d'euros).

- **Les entreprises dépassant les seuils sont soumises à une procédure de vote avec classes identique aux règles de la sauvegarde accélérée** (cf. supra Partie 1, 1.6). Le rejet du plan par les classes (y compris l'échec de l'application forcée interclasse) entraîne l'échec de la procédure de sauvegarde (i.e. il n'y a pas de délais de paiement imposés par le tribunal).

Approbation du plan de sauvegarde par consultation individuelle

- **Les entreprises qui ne dépassent pas les seuils** (PMEs) sont soumises à une procédure de consultation individuelle des créanciers, sauf si le débiteur demande au juge-commissaire l'autorisation de consulter des classes de parties affectées.

- **La procédure de consultation présente plusieurs spécificités** :

- **Les créanciers sont (sauf exceptions, cf. infra) consultés individuellement** et non au sein d'une classe.

- **Les mesures proposées aux créanciers peuvent prévoir** (i) des options (ex. paiement intégral échelonné ou paiement immédiat avec décote), et (ii) un traitement inégal entre des catégories de créanciers si justifié par des critères objectifs.

- **Les créanciers sont réputés avoir accepté les propositions** en l'absence de réponse, sauf s'agissant des mesures portant sur la conversion en actions ou en titres donnant accès au capital.

- **Les obligataires constitués en masse ne sont pas consultés individuellement**. Le représentant de la masse convoque l'assemblée générale des obligataires qui délibère dans des conditions légales de quorum (1/5) et majorité (2/3 des obligataires présents ou représentés). Le représentant de la masse émet ensuite un avis conforme à la délibération adoptée pour le compte de la masse. L'assemblée des obligataires ne peut décider des conversions de créances (i.e., acceptées individuellement seulement). Il est considéré généralement que l'assemblée des obligataires ne peut décider des abandons de créances, mais le sujet est soumis aux controverses doctrinales en l'absence de jurisprudence.

- **En cas de mesures qui affectent directement ou indirectement** (ex. émission d'obligations convertibles) le capital social ou les statuts,

les associés votent en assemblée générale extraordinaire selon les règles du droit des sociétés (avec des modifications à la marge des règles de majorité ordonnées par le tribunal), étant précisé qu'aucun plan de sauvegarde ne peut être imposé aux actionnaires

- **Le tribunal approuve les mesures acceptées par les créanciers** si le plan offre une possibilité sérieuse pour l'entreprise d'être sauvagée et les mesures acceptées ne portent pas atteinte aux intérêts des autres créanciers.

- **Le tribunal peut imposer des délais de paiement uniformes** aux créanciers dissidents de manière unilatérale jusqu'à 10 ans (de façon uniforme pour tous les créanciers dissidents). En pratique, les tribunaux / administrateurs judiciaires doivent être assurés qu'un plan de remboursement sur cette durée offre des perspectives raisonnables de réussite (i.e., le débiteur peut présenter un business plan crédible et financé).

I.8 Éléments clés du redressement judiciaire

Objectifs

- Les objectifs du redressement judiciaire sont d'assurer la poursuite de l'activité de l'entreprise, le maintien de l'emploi et l'apurement du passif (dans cet ordre).

Conditions d'ouverture

- Le débiteur doit être en cessation des paiements mais ne pas apparaître manifestement insusceptible de redressement.

- L'initiative peut être celle du débiteur (les dirigeants étant soumis à l'obligation de demander l'ouverture de la procédure dans les 45 jours de la cessation des paiements), des créanciers ou du ministère public. Le redressement judiciaire peut également être ouvert après une conciliation si les conditions pour l'ouverture d'une sauvegarde accélérée ne sont pas remplies (ex. absence d'accord avec une majorité) ou pour mettre en œuvre une cession d'entreprise (cession « pre-pack »).

Conduite de la procédure

- La conduite de la procédure est semblable à celle des sauvegardes ordinaires. Les différences notables reflètent la situation économique plus dégradée de l'entreprise.

- La période d'observation est de six mois renouvelables une fois à la demande du débiteur, de l'administrateur judiciaire ou du ministère public, et une nouvelle fois exceptionnellement pour une durée de six mois à la demande du ministère public.

- Le financement de la période d'observation est potentiellement facilité par la prise en charge de certains salaires / indemnités non payés par l'AGS.

- Certaines mesures spécifiques visant l'aléa moral des dirigeants, notamment. Notamment, l'administrateur judiciaire peut assumer la gestion de l'entreprise dans des situations dégradées. Dans des situations exceptionnelles, l'approbation du plan peut être soumis par le tribunal au remplacement des dirigeants. Par ailleurs, les actes accomplis avant l'ouverture de la procédure peuvent être soumis au régime des nullités de la période suspecte (cf. infra).

Nullités de la période suspecte

- L'objectif du régime des nullités de la période suspecte est d'éviter l'appauvrissement frauduleux du débiteur sans être contraint par les difficultés relatives à la preuve de l'existence d'une fraude et maintenir l'égalité entre les créanciers.

- La « période suspecte » court à partir de la date de l'état de cessation des paiements jusqu'au jour du jugement d'ouverture de la procédure (au plus pour une durée de 18 mois).

▲ POINT D'ATTENTION

L'homologation d'un protocole de conciliation confirme que le débiteur n'était pas en cessation des paiements au moment de l'homologation par le tribunal, et le protocole ne contrevient pas à l'intérêt social du débiteur. Dès lors, les créanciers participants peuvent sécuriser l'accord et les actions afférentes (cf. supra, Partie 1, 1.5). Les créanciers

non-participants (par ex. obligataires) ont intérêt à contester l'accord s'il est susceptible de leur porter préjudice dès la publication du jugement.

- Certains actes sont nuls de plein droit, sur constatation du tribunal lorsque les actes sont portés à sa connaissance par l'administrateur judiciaire, le mandataire judiciaire ou le ministère public. Ces actes incluent : les actes d'appauvrissement (transfert à titre gratuit translatif de propriété d'un bien mobilier ou immobilier), des accords contractuels manifestement déséquilibrés, des paiements anormaux (paiement de dettes non échues ou par des moyens inhabituels dans le domaine des affaires), des sûretés accordées pour des dettes préexistantes, déclarations d'insaisissabilité des actifs.

- Certains actes peuvent être annulés par le tribunal mais ne le sont pas nécessairement. Ces actes incluent les actes à titre gratuit et déclarations d'insaisissabilité pendant les 6 mois précédant la date de cessation des paiements, et les actes à titre onéreux, avis à tiers détenteur, saisies attribution et oppositions dès lors que le bénéficiaire de la mesure ou de l'acte avait connaissance, au moment de celle-ci ou de celui-ci de l'état de cessation des paiements du débiteur.

Approbation du plan de redressement par consultation individuelle

- La procédure simplifiée applicable aux PME est identique à la sauvegarde avec consultation individuelle (cf. supra, Partie 1, 1.7)

Approbation du plan de redressement par classes de parties affectées

- La procédure d'approbation du plan avec classes est similaire à la sauvegarde / sauvegarde accélérée (cf. supra, Partie 1. 1.6), avec quelques différences notables.

- L'administrateur judiciaire a l'initiative du plan avec l'aide des dirigeants (à la différence de l'initiative des dirigeants en sauvegarde).

- Toute partie affectée peut soumettre un projet de plan alternatif au vote des classes, i.e., le débiteur ne peut soumettre un projet « à prendre ou à laisser ».

- En cas de rejet du plan proposé par les classes, la procédure bascule vers une consultation individuelle avec le pouvoir potentiel du tribunal d'imposer des rééchelonnements jusqu'à dix ans (*term out*) pour les dissidents.

Plan de cession d'entreprise

- A la différence des procédures de sauvegarde accélérée et de sauvegarde, le redressement judiciaire peut aboutir sur un plan de cession de l'entreprise plutôt qu'un plan de restructuration.

- La cession de l'entreprise peut être préparée dans le cadre des procédures amiables à la demande du débiteur et après consultation des principaux créanciers (« cession pré-pack »). En redressement judiciaire, le basculement vers la préparation d'une cession d'entreprise est à la main de l'administrateur judiciaire, avec le soutien du tribunal. L'administrateur judiciaire peut décider de préparer la cession de l'entreprise lorsque les plans de restructuration proposés sont manifestement insusceptibles de permettre le redressement de l'entreprise ou en l'absence de tels plans

▲ POINTS D'ATTENTION

- L'administrateur judiciaire n'est pas obligé de poursuivre la cession de l'entreprise lorsque cette option est dans l'intérêt des créanciers par rapport à un plan de redressement.

- Il est important pour les créanciers de pouvoir préparer des projets de plans alternatifs pour se

prémunir contre des plans de cession qui ne leur seraient pas favorables, i.e., pour des prix de cession au-dessous de la valeur de l'entreprise (cf. infra, Partie 1, 1.6).

- **Le choix de l'offre de reprise revient au tribunal**, sur rapports de l'administrateur judiciaire sur les offres reçues. Le tribunal choisit l'offre qui permet dans les meilleures conditions d'assurer le plus durablement l'emploi attaché à l'ensemble cédé, le paiement des créanciers et qui présente les meilleures garanties d'exécution. En pratique, le tribunal privilégie le maintien de l'emploi, donc les prix de cession sont souvent bas par rapport à la valeur de l'entreprise / actifs (ex. absence de concurrence, engagements du repreneur d'investir dans l'entreprise, i.e. « prix négatif »).

- **Les actifs du débiteur sont transférés** libres de toute sûreté, avec quelques exceptions.

- **La charge des sûretés réelles spéciales garantissant le remboursement d'un crédit** consenti à l'entreprise pour lui permettre le financement d'un bien sur lequel portent ces sûretés est transmise au cessionnaire, qui est tenu d'acquitter entre les mains du créancier les échéances dues à compter du transfert de la propriété ou, en cas de location-gérance, de la jouissance du bien sur lequel porte la garantie.

- **Par ailleurs, les créanciers munis de sûretés-propriétés** (ex. fiducie-sûreté) ou sûretés accordant un droit de rétention (cf. infra) sont protégés contre les transferts non-volontaires des actifs.

▲ POINT D'ATTENTION

Si les actifs couverts par une sûreté-propiété ou un droit de rétention s'avèrent essentiels pour l'entreprise, les créanciers bénéficiaires de ces sûretés disposent d'un levier potentiellement important pour participer à, ou présenter une offre crédible pour la reprise de l'entreprise.

I.9 Éléments clés de la liquidation judiciaire

Conditions d'ouverture

- **Le débiteur doit être en cessation de paiements** et (i) son redressement manifestement impossible, ou (ii) après résolution pour cessation des paiements d'un plan de redressement judiciaire en cours.

Organes de la procédure

- **Désignation par le tribunal d'un ou plusieurs juges-commissaires** et d'un liquidateur.

- **Si la cession totale ou partielle de l'entreprise est envisageable** (i.e., entreprise potentiellement viable), le tribunal peut autoriser le maintien temporaire de l'activité de l'entreprise. Dans cette hypothèse, le tribunal nomme un administrateur judiciaire (pour les entreprises dépassant certains seuils).

Objectifs de la procédure

- **En principe, l'objectif de la procédure est de maximiser la valeur de recouvrement** dans l'intérêt des créanciers, le liquidateur étant rémunéré par une fraction du prix de cession.

- **Toutefois, si la cession totale ou partielle de l'entreprise est envisageable**, les conditions de choix de l'offre sont identiques au redressement judiciaire, i.e., priorité à la sauvegarde de l'emploi (cf. supra 1, 1.8).

Effets sur les créanciers

- **Les créanciers chirographaires sont soumis à la suspension des poursuites ;**

- **Les créanciers munis de sûretés sont également soumis à la suspension des poursuites.** Le liquidateur a l'obligation de réaliser les actifs grevés de sûretés dans les six mois de l'ouverture. Toutefois, les créanciers peuvent demander l'attribution judiciaire des actifs en dehors de toute concurrence d'autres créanciers (y compris privilégiés), ou la réalisation accélérée des actifs (mais une telle demande entraîne la perte du droit de rétention, i.e., la concurrence des créanciers privilégiés).

- **Les créanciers munis d'une fiducie-sûreté ne sont pas soumis à l'arrêt des poursuites** et peuvent mettre en œuvre la sûreté dès l'ouverture de la procédure de liquidation.

Ordre de priorités

- **Le droit français prévoit de nombreux privilèges d'origine légale**, y compris prioritaires par rapport aux créanciers munis de sûretés. Toutefois, l'ordre des priorités est sans préjudice du droit de propriété ou de rétention opposable à la procédure collective, i.e., les créanciers munis de telles sûretés sont protégés contre la concurrence des créanciers privilégiés.

- **S'agissant des créanciers munis de sûretés**, leur priorité s'applique sur la valeur de réalisation de chaque actif au moment de la cession,

i.e. la concurrence avec des créances privilégiées dépend du moment de la cession.

• **Sans préjudice du droit de propriété ou de rétention opposable à la procédure collective, l'ordre des priorités est le suivant :**

1. **Subsides** à verser au dirigeant personne physique l'ouverture de redressement judiciaire (si le dirigeant n'était pas rémunérés à l'ouverture de la procédure).

2. **Créances superprivilégiées des salariés** (salaires dus au titre des 60 jours de travail précédant l'ouverture de la procédure), y compris si elles ont déjà été payées par l'AGS, qui est alors subrogée dans les droits des salariés.

3. **Frais de procédure** (par ex., frais de justice et honoraires liés aux procédures collectives).

4. **Privilège agricole** (contrepartie à verser aux producteurs agricoles pour les marchandises livrées jusqu'à 90 jours avant l'ouverture de la procédure).

5. Créances bénéficiant du **privilège de conciliation** (« new money »).

6. **Créances postérieures** à l'ouverture de la liquidation « utiles » pour la procédure.

7. Créances assorties de **sûretés** sur un **actif immobilier** (sur la valeur de réalisation de l'immeuble).

8. **Salaires** dus après l'ouverture de la procédure (si elles n'ont pas été payées par l'AGS).

9. Créances bénéficiant du **privilège de « post-money »** issu d'une procédure de sauvegarde ou de redressement.

10. Nouveaux crédits et créances découlant de la **poursuite des contrats** après ouverture de la procédure

11. **Salaires** des salariés dus après l'ouverture de la procédure (lorsqu'ils ont été **payés par l'AGS**, qui est alors subrogée dans les droits des employés)

12. **Autres créances nées après ouverture** de la procédure

13. Créances bénéficiant du **privilège du Trésor public** (par ex., impôts sur le revenu, droits de succession, etc.)

14. Créances garanties par un **nantissement**, le privilège du bailleur (dans la limite de six mois de loyers).

15. Créanciers du Trésor public en matière de contributions indirectes et celles mentionnées à l'article 379 du code des douanes.

16. **Créances chirographaires** en proportion de leur montant.

II. Protections et points d'attention structurels pour les créanciers obligataires

II.1 Focus sur les sûretés réelles

Types de sûretés

• Les sûretés réelles de droit français peuvent être divisées en trois catégories : (i) sûretés conférant seulement un droit de préférence aux créanciers ; (ii) sûretés conférant un droit de rétention aux créanciers ; (iii) sûretés conférant un droit de propriété aux créanciers (cf. le tableau synthétique des sûretés en Annexe 1).

• Les sûretés conférant un droit de propriété ou un droit de rétention assurent généralement une protection efficace des créanciers dans l'hypothèse d'une procédure collective ouverte au bénéfice du débiteur, à la différence des sûretés traditionnelles conférant seulement une préférence.

• Des sûretés réelles peuvent être consenties par des tiers pour garantir la dette du débiteur (ex. dans les financements des groupes). La procédure collective du débiteur n'empêche généralement pas la mise en œuvre de telles sûretés.

Si une procédure collective est ouverte au niveau de l'entité ayant consenti une telle sûreté, la mise en œuvre de la sûreté n'est pas possible pendant la période d'observation.

Sûretés préférence

• Les sûretés traditionnelles consacrent uniquement un droit préférentiel sur la valeur du bien grevé. Les exemples typiques sont : hypothèque, nantissement de fonds de commerce, nantissement de parts sociales, nantissement d'autres biens incorporels (sauf exceptions) (cf. le tableau synthétique des sûretés en Annexe 1). Les sûretés-préfé-

rence sont généralement inefficaces en procédures collectives. Toutefois, ces sûretés retrouvent une certaine efficacité dans les procédures où le plan est soumis au vote des classes de parties affectées (cf. supra).

• Les créanciers bénéficiaires sont soumis à l'arrêt des poursuites.

• En l'absence d'un droit de rétention (réel ou fictif), les créanciers sont primés par les créanciers privilégiés de rang supérieur (généralement les créances bénéficiant du super privilège des salariés, les frais de justice, les créances « privilégiées » nées après l'ouverture de ces procédures et les créances bénéficiant du privilège de conciliation) dans l'hypothèse d'une cession de l'actif sous-jacent pendant la procédure.

• Dans l'hypothèse d'une cession de l'entreprise, les actifs peuvent être inclus dans le périmètre de cession sans l'accord des créanciers.

En l'absence d'un droit de rétention, les créanciers sécurisés sont primés par les créanciers privilégiés de rang supérieur sur la valeur de l'actif (c'est-à-dire généralement les créances bénéficiant du super-privilège des salariés, les frais de justice et les créanciers avec un privilège de conciliation).

• Dans l'hypothèse d'un vote par des classes sur la restructuration, l'existence des sûretés réelles signifie que les créanciers sont regroupés dans une classe distincte des créanciers chirographaires.

La classe des créanciers sécurisés a un rang supérieur à celui des créanciers chirographaires et doivent être remboursés intégralement avant que

ceux-ci reçoivent un paiement (règle de priorité absolue, soumise à des exceptions).

Par ailleurs, les créanciers munis de sûretés doivent se voir attribuer au moins la valeur liquidative des actifs sous-jacents (règle du « meilleur intérêt » des créanciers).

▲ POINT D'ATTENTION

A date, la question de savoir si la valeur de l'actif sous-jacent doit être prise en considération pour la constitution des classes (ex. en cas d'actif d'une valeur moindre que le nominal garanti) fait l'objet de débats : il pourrait être soutenu que les créanciers dont le sous-jacents est d'une valeur moindre que celui d'autres créanciers devraient être regroupés dans une classe distincte.

• Dans l'hypothèse d'une liquidation judiciaire, les créanciers peuvent demander l'attribution judiciaire de l'actif sous-jacent avant sa cession, auquel cas ils ne souffrent aucune concurrence sur le prix de cession subséquent.

En cas de cession de l'actif par le liquidateur, les créanciers souffrent la concurrence des créanciers privilégiés sur la valeur de l'actif.

Sûretés rétention

• Certaines sûretés confèrent un « droit de rétention » soit « réel » (ex. gage avec dépossession, nantissement de comptes-titres, nantissement de créances après notification du débiteur cédé) soit « fictif » (ex. gage sans dépossession) (cf. tableau synthétique des sûretés en Annexe 1).

Ces sûretés garantissent en général une protection plus efficace en procédure collective que les sûretés-préférence.

• Les créanciers sont soumis à l'arrêt des poursuites.

• A la différence des sûretés avec droit de préfé-

rence, les biens grevés d'un droit de rétention qui reste effectif ne peuvent être cédés pendant la procédure et le juge commissaire ne peut ordonner la substitution de la sûreté avec une garantie équivalente. L'administrateur judiciaire, sur approbation du juge-commissaire, peut décider de payer le montant total des créances afin de retirer les biens légitimement retenus, lorsque cela est jugé utile.

Par ailleurs, l'inclusion de l'actif dans un plan de cession d'entreprise est soumise à l'accord du créancier ou le paiement intégral de sa créance avant la levée de la rétention.

• En revanche, les droits de rétention « fictifs » mentionnés à l'article 2286 du Code civil (gage sans dépossession des biens corporels) sont paralysés pendant la procédure de sauvegarde / redressement, i.e., les actifs grevés peuvent être cédés et les créanciers souffrent la concurrence des créanciers privilégiés sur le produit de cession.

• Dans l'hypothèse d'un plan de sauvegarde ou de redressement soumis au vote des classes de parties affectées, les sûretés rétention confèrent au moins les mêmes protections que les sûretés préférence s'agissant de la constitution des classes, l'application de la règle de priorité absolue et l'application du critère du « meilleur intérêt » des créanciers (mais il est vraisemblable que le recouvrement hypothétique dans un scénario de cession ou liquidatif serait plus élevé que celui des sûretés-préférence).

• Dans l'hypothèse d'une liquidation judiciaire, les créanciers sont soumis à la suspension des poursuites mais toutes les formes de droit de rétention sont effectives.

Les créanciers peuvent demander l'attribution judiciaire des biens. En cas de cession des actifs, les créanciers ont un droit exclusif sur le prix de cession.

Sûretés propriété

- Certaines sûretés confèrent des droits de propriété aux créanciers sur les actifs sous-jacents (ex. fiducie-sûreté, cession Dailly, cession de créance à titre de garantie). La plupart du temps, un tel droit de propriété garantit une protection efficace en procédure collective (cf. le tableau synthétique des sûretés en Annexe 1).
- Certaines sûretés-propriété peuvent être mises en œuvre en dépit de la procédure collective du débiteur si les conditions contractuelles sont remplies (ex. fiducie sans mise à disposition, cession de créances à titre de garantie à l'égard du débiteur cédé, gage-espèces par imputation, revendication des biens avec clause de réserve de propriété), alors que d'autres sont indirectement soumises à l'arrêt des poursuites (ex. fiducie avec mise à disposition, crédit-bail continué).
- Les sûretés-propriété protègent les créanciers contre la cession des actifs sous-jacents (sauf exceptions) et leur garantissent un droit exclusif (i.e., hors concours) sur la valeur des actifs en liquidation judiciaire.

Fiducie-sûreté (sûreté propriété)

- La fiducie-sûreté est l'une des sûretés les plus efficaces en droit français.
- Les actifs sont transférés dans un patrimoine fiduciaire distinct. Parfois, le constituant conserve la possession de biens mobiliers ou continue à utiliser les biens immobiliers transférés dans le patrimoine fiduciaire (convention de « mise à disposition »).

▲ POINT D'ATTENTION

Lorsque les biens transférés en fiducie sont des titres de capital, le constituant garde généralement la possibilité exclusive de donner des instruc-

tions de vote au fiduciaire jusqu'à la survenance d'un événement de défaut contractuellement défini. Un tel schéma ne constitue néanmoins pas une « mise à disposition », i.e., la fiducie peut être mise en œuvre en dépit de l'ouverture d'une procédure collective.

- En présence d'une convention de mise à disposition, cette convention est un contrat en cours qui ne peut être résilié (sauf si une procédure de redressement est ouverte après la résiliation du plan en raison de la cessation des paiements du débiteur). Dès lors, les créanciers sont soumis à la suspension des poursuites. En l'absence d'une convention de mise à disposition, les créanciers ne sont pas soumis à la suspension des poursuites et la fiducie peut être mise en œuvre selon les termes contractuels (sauf clause *ipso facto*, cf. supra, Partie 1, 1.4).
- Les créanciers munis d'une fiducie sûreté sont exclus des classes et ne peuvent être affectés en sauvegarde accélérée ou sauvegarde avec constitution de classes de parties affectées pour les montants couverts par la fiducie.
- Les actifs en fiducie ne peuvent être cédés sans l'accord des créanciers (cession d'entreprise, cession d'actifs). En cas de liquidation, les créanciers peuvent mettre en œuvre la fiducie pour s'approprier les actifs ou le produit de cession.

Cession « Dailly » (sûreté propriété)

- La cession de créances par bordereau Dailly (cession Dailly) confère au cessionnaire (un établissement de crédit ou une société de financement exclusivement) des droits de propriété sur les créances cédées, même en cas de cession à titre de garantie, à compter de la remise du bordereau au cessionnaire. Le cédant est garant solidaire des paiements dus au titre des créances cédées

(s'agissant de l'existence de la créance et de la solvabilité du débiteur cédé).

- Jusqu'à la notification de la cession au débiteur cédé, ce dernier peut se libérer entre les mains du cédant (agissant comme mandataire du cessionnaire). Après la notification de la cession, seuls les cessionnaires peuvent recevoir des paiements valables au titre des créances cédées.
- L'ouverture de la procédure n'affecte pas les droits du créancier à l'encontre du débiteur cédé. Les créanciers ont un droit exclusif sur toutes les sommes reçues après la notification de la cession.

▲ POINT D'ATTENTION

La notification de la cession au débiteur cédé n'étant pas une mesure d'exécution, elle peut être réalisée après l'ouverture de la procédure collective.

✂ RECOMMANDATION

Par simplicité et sous réserve de la faisabilité pratique, les créanciers peuvent systématiquement prendre le soin d'envoyer les notifications dès le closing de l'opération de financement au débiteur cédé (au titre d'une cession Dailly ou cession de créance de droit commun), ou dès le début des négociations de restructuration.

II.2 Points d'attention pratiques sur les sûretés réelles

Intérêt de l'obtention des sûretés réelles

- Les sûretés réelles bénéficient le plus aux créanciers qui peuvent assurer le suivi / contrôle des actifs sous-jacents (monitoring), notamment les banques qui financent les activités opérationnelles ou les créanciers sophistiqués qui peuvent suivre la valeur de l'actif.

- L'intérêt des sûretés est moindre en principe pour les créanciers dispersés (ex. potentiellement créanciers obligataires au titre d'émissions publiques). La pratique de marché est que les émissions obligataires publiques sont chirographaires alors que les émissions privées peuvent être sécurisées.

Les raisons sont : (i) une coordination plus difficile, (ii) des incitations suboptimales pour les créanciers individuels pour investir dans le suivi des informations du débiteur, et (iii) de possibles contraintes sur les cessions / acquisitions des titres de capital ou dette cotés si les créanciers acquièrent des informations privilégiées.

✂ RECOMMANDATION

Pour les créanciers dispersés, il peut être envisagé d'octroyer le financement sur une base chirographaire, justifiant ainsi des taux d'intérêt plus élevés.

Il peut également être envisagé d'aligner les intérêts de créanciers qui peuvent exercer le contrôle / monitoring de manière plus efficace (ex. banques, créanciers sophistiqués concentrés) sur leurs propres intérêts de manière contractuelle (ex. ICA, conventions de subordination, conventions de partage de sûretés).

Points d'attention lors de la souscription d'une émission obligataire (chirographaire ou sécurisée)

- L'intérêt de principe de bénéficier d'une sûreté, quelle que soit son efficacité réelle, est de bénéficier de la qualité de « créancier sécurisé » dans le cadre des classes de parties affectées (cf. supra, Partie 1., 1.6).

- Il est important de prendre en compte l'efficacité des sûretés existantes dans l'hypothèse d'une restructuration ou cession de l'entreprise en procédure collective (y compris le rang supérieur conféré par des sûretés autrement peu efficaces, l'exclusion de la fiducie sûreté des classes de parties affectées, etc.)

✂ RECOMMANDATIONS

- Il est recommandé d'ajuster les contraintes contractuelles / *negative pledge* pour se prémunir contre l'octroi de sûretés réelles ou du privilège de conciliation qui captent la valeur d'entreprise en cas de restructuration ou cession subséquente (cf. infra, Partie 3., 1.4).

- Des contraintes contractuelles plus strictes permettraient de limiter la pratique des restructurations en deux étapes (cf. supra, Partie 1., 1.5)

Points d'attention lors de la souscription d'une émission obligataire sécurisée

- Compte tenu de la tendance « redistributive » du droit français (ex. privilèges multiples), les créanciers sont mieux protégés par des sûretés-propriété ou des sûretés qui confèrent un droit de rétention, qui sont généralement protégés contre les privilèges.

▲ POINT D'ATTENTION

Des sûretés inefficaces en pratique (ex. uniquement droit de préférence) permettent néanmoins de bénéficier d'un rang supérieur aux créanciers chirographaires dans les procédures de restructuration avec classes de parties affectées, et garantissent de facto un meilleur traitement. Si ce type de sûreté peut être obtenu, il est recommandé de s'assurer que la sûreté garantit contractuellement l'intégralité de la créance (i.e., non pas une fraction seulement), quelle que soit la valeur de l'actif sous-jacent.

✂ RECOMMANDATION

Si les créanciers obligataires ont des sûretés telles que des nantissements de créances, au terme desquelles la protection du créancier est renforcée par la notification du débiteur cédé, il est recommandé aux créanciers de systématiquement envoyer les notifications dès le closing de l'opération de financement au débiteur cédé (au titre d'une cession Dailly ou cession de créance de droit commun), ou dès le début des négociations de restructuration.

- Le droit français facilite le financement des entreprises en difficulté par l'octroi de certains privilèges qui protègent efficacement les bénéficiaires, potentiellement au détriment d'autres créanciers, notamment (i) le privilège de conciliation et (ii) le privilège de sauvegarde / redressement (cf. supra, Partie 1. 1.5).

▲ POINT D'ATTENTION

L'octroi des financements distressed bénéficiant de tels privilèges peut engendrer des conséquences significatives sur les leviers des différentes catégories de créanciers dans les restructurations subséquentes.

✂ RECOMMANDATION

Les créanciers ont intérêt à se coordonner pour identifier leur capacité d'apport d'argent frais au début des négociations (selon les besoins du

débiteur) afin d'accroître leurs leviers dans les négociations et améliorer la protection de leur exposition existante. Les créanciers obligataires pourraient limiter contractuellement (*negative pledge*) la capacité des débiteurs à demander l'octroi des privilèges de conciliation, sauvegarde ou redressement judiciaire, afin de s'assurer de pouvoir participer aux nouveaux financements recherchés par les débiteurs (cf. infra, Partie 3., 1.4).

Points d'attention sur les sûretés sur actifs étrangers

- Lorsque les actifs sous-jacents sont localisés dans une autre juridiction de l'Union Européenne, l'ouverture d'une procédure collective en France n'affecte pas les droits réels (*in rem*) des créanciers, i.e., les créanciers peuvent mettre en œuvre leurs sûretés selon le régime applicable dans la juridiction étrangère (article 8 du Règlement Insolvabilité 2015).

Une exception est possible si le débiteur possède un établissement avec activité économique dans cette autre juridiction, et une procédure collective « secondaire » est ouverte pour appuyer la procédure française. La mise en œuvre de la sûreté à l'étranger est alors soumise aux règles de la procédure collective ouverte à l'étranger.

- Les structures dites « double-Luxco » ou « double-Dutchco » sont parfois mises en œuvre dans les financements distressed, après l'affaire Cœur Défense, pour profiter de cette protection, ex. mise en nantissement de droit étranger des actions détenues par le débiteur dans une filiale étrangère.

▲ POINT D'ATTENTION

La présence ou la possibilité que le débiteur mette en place de telles structures efficaces doit être prise en compte dans l'analyse des risques par les créanciers obligataires et pour l'ajustement des *negative pledge* (cf. infra, Partie 3., 3.4.).

II.3 Focus sur les garanties personnelles

Observations générales

- La notion de « garanties personnelles » recouvre les cautionnements, les garanties autonomes et les obligations solidaires.
- L'efficacité des garanties personnelles en cas de procédure collective dépend de la qualité du garant, les personnes physiques étant mieux protégées (donc moins intéressantes pour les créanciers) que les personnes morales.

Garanties octroyées par les personnes morales

- L'ouverture des procédures n'affecte pas le droit des créanciers de mettre en œuvre la garantie contre le garant.
- La garantie ne peut être déchu de son terme du seul fait de l'ouverture d'une procédure amiable ou collective à l'égard du débiteur principal (mais peut l'être à la suite d'autres cas de défaut).
- En présence d'une garantie simple, l'ouverture d'une procédure collective suffit pour satisfaire le bénéfice de discussion du garant, i.e. la garantie peut être mise en œuvre à l'encontre du garant si les conditions contractuelles sont satisfaites.
- Les garants personnes morales ne bénéficient pas des termes du plan de sauvegarde ou redressement, i.e. les créanciers peuvent agir à l'encontre des garants comme si le plan n'existait pas.

Garanties intra-groupes

- En pratique, des garanties personnelles sont (i) régulièrement octroyées par les entités holding pour garantir les financements au niveau opérationnel ; (ii) parfois octroyées par les entités opérationnelles pour garantir les financements au niveau de la holding (dans la limite de leur intérêt social) ; et/ou (iii) régulièrement octroyées par les entités du groupe qui bénéficient indirectement des produits de l'emprunt par des prêts intra-groupe (souvent la garantie étant limitée au montant reçu).

✂ RECOMMANDATION

Le fondement juridique de la pratique de marché actuelle, qui consiste à limiter la garantie octroyée par les filiales aux sommes qui sont effectivement distribuées à ces filiales, est contestable : le respect de l'intérêt social d'une société filiale n'interdit pas l'octroi d'une garantie par celle-ci au prêteur de sa mère, dès lors que le prêt peut indirectement bénéficier à cette filiale (notamment dans le cadre de groupes intégrés).

- La présence des garanties octroyées par des entités importantes du groupe, notamment des entités opérationnelles, augmente le levier des créanciers garantis qui peuvent monétiser leur accord pour éviter des procédures au niveau de l'entité garante pour améliorer le traitement de leurs créances.

▲ POINTS D'ATTENTION

- Les créanciers peuvent améliorer leur position de négociation en prévoyant des garanties personnelles (ex. cautions) de la part d'entités opé-

rationnelles du groupe financé. Ainsi, la valeur d'un accord avec ces créanciers est renforcée par l'intérêt d'éviter l'ouverture d'une procédure collective au niveau de la filiale concernée.

du possible, d'obtenir des sûretés sur des actifs du garant afin d'améliorer le traitement de la créance de garantie, qui serait dans une classe de créances sécurisées dans cette hypothèse.

- La possibilité de l'octroi de garanties croisées au profit d'autres créanciers par des entités du groupe du débiteur (i) doit être prise en compte dans l'analyse des risques de l'investissement initial, et (ii) peut être limitée par des negative pledge contenus dans les émissions obligataires (cf. infra, Partie 3., 1.4).

- En fonction de l'organisation du groupe débiteur et de l'impact sur son activité, il est courant d'ouvrir plusieurs procédures (amiable ou judiciaire) sur les entités du groupe concernées, afin de neutraliser ces garanties personnelles et éviter un effet domino – et ce d'autant que les sauvegardes accélérées permettent de limiter l'assiette des créanciers concernés par une telle ouverture.

- En l'absence d'accord avec les créanciers garantis, les garanties peuvent elles-mêmes être restructurées. La restructuration des garanties peut intervenir au niveau des entités garantes en tant que créances éventuelles (avant l'appel de la garantie) ou actuelles (après l'appel de la garantie).

▲ POINTS D'ATTENTION

- Contrairement à d'autres droits, la restructuration des garanties ne peut avoir lieu qu'au niveau du débiteur principal concerné (i.e., absence des third-party release connus dans la pratique américaine et anglaise).

- Le caractère éventuel de la créance de garantie justifie qu'elle soit isolée dans une classe séparée.

✂ RECOMMANDATION

En anticipation d'une telle restructuration, les créanciers devraient s'assurer, dans la mesure

II.4 Focus sur les subordinations structurelles

Subordination structurelle

- La notion de subordination structurelle fait référence à la pratique d'octroi des financements à des niveaux différents du groupe.

- Le financement octroyé au niveau d'une holding est structurellement subordonné au financement octroyé au niveau d'une entité opérationnelle qui génère des profits ou détient des actifs.

▲ POINTS D'ATTENTION

- Lorsque la documentation financière au niveau opérationnel contient des restrictions sur le paiement des dividendes et/ou remontées par des prêts intra-groupe, les créanciers au niveau holding n'ont accès à la valeur de l'entité opérationnelle qu'après remboursement des financements situés au niveau des filiales : ces financements sont, dès lors, structurellement senior.

- En cas de procédure collective au niveau de la holding et de l'entité opérationnelle, les créanciers au niveau opérationnel seraient remboursés avant la remontée de dividendes / prêts intra-groupes au niveau de la holding / éventuel boni de liquidation (sauf accord contraire / modification des covenants dans le cadre de la restructuration, et sous réserve d'éventuels accords intercréanciers).

- La possibilité pour le groupe débiteur de mettre en place des financements structurellement senior au niveau des entités opérationnelles qui génèrent des profits ou détiennent des actifs (i) doit être prise en compte pour l'analyse du risque

de l'investissement, et (ii) peut être limitée par des covenants / negative pledge (cf. infra, Partie 3., 3.4).

III. Protections et points d'attention contractuels pour les créanciers obligataires

III.1 Focus sur les conventions intercréanciers (ICA)

Observations générales

• Les conventions intercréanciers (ICA) sont souvent conclues entre des créanciers au titre de différentes émissions obligataires, créanciers bancaires et/ou fonds qui acquièrent l'exposition économique des RCF / Term Loan B. Les ICA contiennent généralement des conventions de subordination ou de traitement pari passu, des modalités de paiement, des engagements de vote (ex. créanciers junior s'engagent à voter conformément aux instructions des créanciers senior), etc.

▲ POINTS D'ATTENTION

- En principe, le fonctionnement des ICA n'est pas affecté directement par l'ouverture des procédures amiables ou collectives, i.e., les créanciers signataires et le débiteur (s'il est signataire de l'ICA) sont tenus contractuellement par leurs engagements.

- Dès lors que la restructuration aboutit au paiement intégral des créances soumises à l'ICA, y compris par voie de compensation avec des nouveaux titres de capital ou de dette (i.e., reinstated debt), celui-ci peut s'éteindre par caducité.

✂ RECOMMANDATIONS

- Il peut être prévu dans l'ICA des obligations de partage d'information entre les créanciers lorsque le débiteur engage des discussions de restructuration, dans la limite des contraintes légales (ex. confidentialité du mandat ad hoc / conciliation).

- L'ICA peut prévoir des engagements pour les créanciers de ne pas soutenir des propositions de restructuration (par ex. en votant un projet de

plan) qui ne seraient pas pari passu / pro rata entre des instruments de même rang, ou qui ne respecteraient pas l'ordre des priorités convenues, avec des mécanismes pour faciliter leur mise en oeuvre (ex. clauses pénales).

Accords de subordination

• Les accords de subordination contenus dans les conventions intercréanciers doivent être portés à la connaissance de l'administrateur judiciaire en cas de sauvegarde accélérée, sauvegarde ou redressement avec classes à peine d'inopposabilité à la procédure.

• Les accords de subordination communiqués sont pris en compte pour la création des classes de parties affectées, i.e., les rangs contractuels sont reflétés dans les classes. La distribution de valeurs ou paiements au titre du plan proposé doit respecter les rangs contractuels respectifs.

• Toutefois, le plan peut prévoir des traitements différenciés des classes différentes de même rang, même si l'accord intercréanciers prévoit un traitement pari passu / pro rata, i.e. le débiteur et administrateur judiciaire ne sont pas tenus de respecter strictement les stipulations des ICA.

Mise en oeuvre de l'ICA

▲ POINT D'ATTENTION

Les créanciers dissidents peuvent chercher à engager la responsabilité contractuelle (notamment via des clauses pénales) des signataires qui auraient voté en faveur du plan, au titre de la viola-

tion de leurs engagements contractuels contenus dans l'ICA, dans la limite des dispositions d'ordre public du Livre VI du Code de commerce.

✂ RECOMMANDATION

Pourraient être inclus dans les ICA des mécanismes de renforcement des conventions de vote : (i) clauses pénales en cas de violation de la convention de vote ; (ii) mise des titres dans une fiducie-gestion avec instruction au fiduciaire de voter conformément à la convention de vote (s'il n'est pas essentiel pour les créanciers de garder la possibilité de céder les titres sur le marché).

Droit applicable

• Les ICA conclus sont parfois soumis à des droits étrangers (notamment droit anglais).

▲ POINTS D'ATTENTION

- Un ICA soumis au droit anglais offre aux créanciers le bénéfice de la Rule in Gibbs, une règle de droit international privé anglais au terme de laquelle pour un juge anglais, les droits contractuels régis par le droit anglais ne peuvent être affectés par une restructuration étrangère, sauf si les créanciers concernés se soumettent à celle-ci.

- Dans certaines circonstances, les créanciers peuvent monétiser l'abandon de cette protection en échange d'un meilleur traitement de leurs créances, si le débiteur a un intérêt à affecter l'ICA / limiter les risques de responsabilité contractuelle des créanciers consentants.

✂ RECOMMANDATION

Les créanciers doivent prendre en compte l'existence de telles conventions et des leviers additionnels qu'elles offrent dans l'analyse des risques de l'investissement initial.

III.2 Focus sur l'organisation et la coordination des créanciers obligataires

Coordination

• La coordination des créanciers dispersés (par ex. obligataires au titre d'émissions publiques) dans le cadre des restructurations est habituellement assurée par le représentant de la masse ou lorsque le financement obligataire est pari passu avec un crédit bancaire, l'agent des sûretés désigné par les créanciers obligataires et les créanciers bancaires pour la prise de sûretés, leur gestion et le cas échéant leur réalisation pour compte commun (et selon les règles prévues dans l'ICA).

Les obligations du représentant de la masse

• Le rôle de représentant de la masse est régi par la loi, et par les stipulations des documents d'émission.

• Son rôle consiste à défendre les intérêts communs des porteurs réunis au sein de la masse (actions en justice, convocation des assemblées générales des porteurs, prise et réalisation des sûretés, etc.).

• Le représentant de la masse a le droit d'assister aux assemblées générales d'actionnaires et d'obtenir communication des documents mis à leur disposition. Cette faculté n'est en pratique utilisée que lorsque la société est en difficulté et qu'il existe un besoin de suivre l'évolution de la situation financière de celle-ci, puisque le contrat obligataire prévoit d'ores et déjà la communication périodique d'un certain nombre de documents qui sont souvent plus importants que ce que reçoivent les actionnaires.

• La documentation obligataire décrit le rôle et les missions confiés au représentant de la masse (autres que les missions qui ressortent des textes légaux et réglementaires).

• Dans le cadre d'émissions d'obligations non admises aux négociations sur un marché réglementé ou organisé, les fonctions administratives tendent à être de plus en plus assurées par le représentant de la masse malgré l'existence d'un agent administratif (pour les opérations dans lesquelles les obligations sont admises aux opérations d'Euroclear). Son rôle consiste dans ce cas à transmettre aux porteurs les documents et des informations reçus de l'émetteur au titre des obligations d'information mises à sa charge par la documentation d'émission (comptes annuels/semestriels, états financiers, plan d'affaires, certificat de respect des ratios financiers, certificat d'atteinte d'objectifs ESG, survenance d'un cas d'exigibilité anticipée ou d'un événement significatif défavorable, etc.).

• En cas de survenance d'un défaut/défaut potentiel ou lorsque l'émetteur rencontre des difficultés et souhaite requérir des porteurs des renonciations audit cas de défaut ou des modifications/assouplissements de la documentation d'émission (ou dans le cas inverse, les porteurs exigent en contrepartie de leur renonciation à un cas de défaut certaines restrictions additionnelles dans la documentation), le représentant de la masse reste le point d'entrée de l'émetteur pour transmettre ces demandes aux porteurs et jouer le rôle d'intermédiaire entre les parties, en échangeant avec les porteurs sur une base informelle mais surtout en

réunissant l'assemblée générale des porteurs ou en consultant la masse par écrit lorsque la documentation d'émission le prévoit.

• Le représentant de la masse représente la masse dans les prises de sûretés (à moins qu'un agent des sûretés (notamment dans les opérations avec un financement bancaire et un financement obligataire pari passu) ne soit désigné). Le rôle du représentant de la masse consistera à assurer le suivi et la gestion des sûretés ainsi que leur réalisation en cas de défaut.

Agent des Sûretés

• Dans les émissions obligataires mises en place concomitamment avec un financement bancaire pari passu, avec des sûretés partagées, l'agent des sûretés est traditionnellement un établissement bancaire (souvent désigné parmi les prêteurs au titre du financement bancaire). Ce choix peut avoir l'avantage d'améliorer l'information des créanciers obligataires dans la mesure où l'agent des sûretés / créancier bancaire suit les performances du groupe en tant que créancier à titre personnel. A l'inverse, ce choix peut également créer des conflits d'intérêts dans les restructurations.

✂ RECOMMANDATIONS

- Il peut être envisagé de désigner systématiquement en qualité d'agent des sûretés une institution tierce (i.e. ne faisant pas partie des prêteurs au titre du financement bancaire) pour éviter les conflits d'intérêts dans des situations de restructuration.

- Il peut être prévu que les commissions et frais de l'agent des sûretés (et/ou du représentant de la masse en cas d'absence d'un agent des sûretés) soient payés ou mis en séquestre dès la mise en place du financement, pour éviter des impayés en cas de procédure collective.

Coordination des créanciers obligataires dispersés

• Afin de protéger leurs droits efficacement, les créanciers obligataires dispersés doivent chercher à se coordonner rapidement lorsque les négociations de restructuration deviennent publiques, avant même qu'ils ne soient attirés aux négociations par le débiteur (le risque étant de n'être inclus qu'une fois un accord trouvé avec des créanciers mieux organisés).

✂ RECOMMANDATIONS

- La documentation obligataire pourrait prévoir explicitement l'obligation pour le représentant de la masse de réunir sans délai les porteurs d'obligations lorsque les négociations de restructuration deviennent publiques, sans attendre que les créanciers obligataires soient attirés aux négociations, afin d'organiser le choix des conseils juridiques et financiers et faciliter la coordination des porteurs, le cas échéant au sein d'un pool représentatif.

- Il peut être prévu qu'un ou plusieurs porteurs (avec un seuil à définir selon les équilibres en présence) puissent prendre l'initiative de réunir les obligataires pour coordonner leurs actions dans le cadre de la restructuration, voire de publier des notices de réunion en cas de carence de l'agent.

- Il peut être prévu dans la documentation d'émission une restriction faite au représentant de la masse de représenter ou travailler directement pour la société émettrice afin d'éviter tout conflit d'intérêt futur (par exemple en cas de renégociation de sa dette par l'émetteur).

III.3 Focus sur le renforcement contractuel de l'accès à l'information et de l'inclusion dans les négociations

Pratiques de marché

- La documentation obligatoire contient généralement des obligations d'information, qui peuvent être renforcées.

- S'agissant des émissions publiques, les engagements d'information sont très limités puisque (i) la cotation sur un marché réglementé oblige les émetteurs à publier l'information réglementée ; (ii) la communication d'information privée pourrait restreindre les cessions / acquisitions de titres cotés par les créanciers.

- La documentation d'émission d'obligations par placement privé (de type Euro PP) et non admises sur un marché comporte une section relative aux obligations d'information de l'Émetteur. Celle-ci organise le type d'information devant être transmise par l'Émetteur au représentant de la masse pour communication aux porteurs d'obligations et le cas échéant à l'agent financier pour publication via Euroclear, ainsi que la périodicité d'une telle communication.

- On retrouve généralement (sans que cette liste ne soit limitative) l'obligation de communiquer les comptes sociaux et/ou consolidés annuels, les comptes semestriels et le cas échéant trimestriels, le plan d'affaire, le budget, les états financiers, le certificat de respect des ratios financiers et, le cas échéant, pour les obligations dites « sustainability-linked » d'engagements ESG, la survenance de tout événement constituant un cas d'exigibilité anticipée ou de remboursement anticipé, les éventuels litiges et sinistres, etc.

Asymétrie d'information

- Les créanciers dispersés se retrouvent souvent dans une position de plus forte asymétrie d'information comparé à d'autres créanciers qui (i) financent directement les activités du débiteur / fournissent des financements courants et sont donc mieux informés des difficultés potentielles des entités opérationnelles, ou (ii) ont une meilleure capacité de monitoring (coûts de coordination plus bas, concentration des détentions, etc.).

- Les émetteurs pourraient également choisir d'initier des négociations confidentielles avec un groupe de créanciers seulement pour réduire les coûts de transaction / négociation, avant d'en informer d'autres (par ex. créanciers obligataires dispersés) une fois un accord trouvé avec le groupe qui peut assurer son approbation dans une procédure collective.

Information et implication des créanciers

- Compte tenu des droits d'information et de participation limités offerts aux créanciers par le cadre juridique applicable, il est essentiel de renforcer les droits contractuels.

✂ RECOMMANDATIONS

- Prévoir des obligations contractuelles d'information périodique (en évitant la création de clauses *ipso facto*, cf. *supra*, Partie 1. 1.4) que le débiteur doit confirmer qu'aucune procédure amiable n'a été initiée / n'est en cours, ou communiquer des informations sur l'existence d'une telle procédure, à peine de déchéance du terme automatique.

- Prévoir un engagement du débiteur d'informer les créanciers lorsque des négociations sont initiées pour la restructuration de tout endettement financier dépassant certains seuils fixés en fonction de l'entreprise, à peine de déchéance du terme automatique.

- Prévoir un engagement du débiteur de permettre aux créanciers d'accéder à toute l'information partagée avec d'autres créanciers financiers dans le cadre des négociations de restructuration de tout endettement financier dépassant certains seuils fixés en fonction de l'entreprise (i.e., équivalent à une clause de « nation la plus favorisée » limitée aux restructurations), à peine de déchéance du terme.

- Prévoir un engagement du débiteur de faire ses meilleurs efforts pour que tout expert mandaté pour réaliser des analyses indépendantes (*Independent Business Review*, etc.) ou des analyses de valorisation de l'entreprise et/ou ses actifs dans le cadre de procédure amiable ou collective, qu'il soit mandaté par le débiteur ou en justice, engage des discussions de bonne foi avec les créanciers obligataires et leurs conseils pendant la réalisation de ces travaux.

Besoin de consentement

- Un moyen indirect de renforcer l'accès aux négociations et aux informations du débiteur est de prévoir des événements de défaut (e.g. : non-respect de certains ratios d'endettement ou minimum de trésorerie) qui obligent le débiteur à obtenir le consentement des créanciers obligataires (waiver).

▲ POINT D'ATTENTION

Généralement, les événements de défaut au titre des émissions obligataires publiques sont limités (principalement défaut de paiement, défaut

croisé, procédure collective) ; ils sont souvent plus étendus pour les émissions privées.

✂ RECOMMANDATION

Dans certaines situations il peut être envisagé de prévoir dans la documentation obligatoire que l'étude de certaines demandes de waiver par le débiteur de ces restrictions contractuelles ou événement de défaut donnera lieu à un paiement forfaitaire (waiver fee) pour compenser le temps passé par les créanciers à étudier cette demande.

Évènements de défaut ciblés

- Le contrôle des créanciers sur le déroulé de la restructuration peut être renforcé en ciblant spécifiquement des événements qui interviennent habituellement dans l'hypothèse d'une restructuration par des clauses de défaut, afin de garantir que le consentement des créanciers serait nécessaire le plus tôt dans le processus.

✂ RECOMMANDATIONS

Viser des événements intervenant dans les restructurations dans des clauses de défaut, y compris lorsque les créanciers sont dispersés :

- Évènement de défaut en cas de restructuration ou de modification des termes et conditions de tout endettement financier du débiteur ou d'autres entités significatives du groupe qui dépasse un seuil fixé en fonction de l'entreprise.

- Évènement de défaut dans l'hypothèse d'un événement de défaut au titre de toute documentation relative à un endettement financier du débiteur ou d'autres entités significatives du groupe qui dépasse un seuil fixé en fonction de l'entreprise (défaut croisé).

- Évènement de défaut dans l'hypothèse de l'octroi de délais de grâce ou autres mesures suspensives

au titre de l'article L. 611-7 du Code de commerce ou 1343-5 du Code civil.

- Évènement de défaut en cas de requête du débiteur de l'octroi par le tribunal de commerce d'un privilège de conciliation pour tout financement dépassant un seuil fixé en fonction de l'entreprise.

- Évènement de défaut dans l'hypothèse de l'octroi par le débiteur ou d'autres entités significatives du groupe d'une fiducie-sûreté pour garantir tout financement dépassant un seuil fixé en fonction de l'entreprise.

Accès aux opportunités de financement

• La capacité des créanciers de fournir des financements relais aux débiteurs pendant les négociations et l'accès à ces opportunités est souvent en pratique un élément important pour renforcer leurs leviers de négociation et améliorer le traitement de leur exposition existante dans le cadre de la restructuration.

✂ RECOMMANDATION

Il peut être prévu un pacte de préférence (art. 1123 du Code civil) au titre duquel le débiteur s'engage à offrir la possibilité aux créanciers obligataires de participer selon les mêmes termes et conditions à tout financement négocié avec d'autres créanciers dans le cadre d'une procédure amiable ou judiciaire, au prorata du montant total de l'émission et des expositions individuelles entre les obligataires de la même émission (sauf accord contraire entre eux).

III.4 Focus sur les protections contractuelles contre les transferts de valeur directs ou indirects

Pratiques de marché

• La documentation obligataire contient généralement des restrictions sur la capacité d'endettement du débiteur et de ses filiales (dans leur totalité ou avec une limitation aux seules filiales significatives du groupe définies sur la base de critères déterminés dans la documentation (ex : liste prédéterminée, par référence à leur contribution à l'EBITDA ou au chiffre d'affaires consolidé du groupe, etc., (les « Filiales Principales »)).

• Dans le cadre d'émissions obligataires privées (type Euro PP) :

- La notion d'« Endettement Financier » inclut tout type d'endettements quelle que soit sa forme (prêts, crédits, émission de titres de créances ou d'instruments de marché monétaire, etc.), ce qui permet d'interdire ou selon le cas d'encadrer de manière plus stricte la mise en place d'endettements additionnels par l'émetteur.

- Cela est d'autant plus vrai lorsqu'une émission d'obligations privée (type Euro PP) est mise en place alors que d'autres endettements existent, auquel cas celle-ci prend généralement en considération les clauses des financements (notamment) bancaires existants avec lesquels elle est pari passu, en alignant les termes de ses modalités avec celles dudit financement existant.

- Il en est de même lorsque l'émission obligataire projetée est mise en place concomitamment avec un financement bancaire (term loan, RCF, etc.) avec lequel elle est pari passu. Dans ce cas, les termes et conditions des deux financements sont généralement alignés avec le même niveau de protection pour les investisseurs.

• Dans les émissions obligataires admises aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociations (Eurobond, programme EMTN), la pratique de marché consiste soit à ne pas inclure de limitation d'endettements additionnels soit à n'inclure que des restrictions à la mise en place de financements sous forme de titres de créance (en laissant la liberté à l'émetteur et/ou ses filiales de consentir des sûretés pour garantir les dettes d'emprunt sous format prêt/crédit).

▲ POINT D'ATTENTION

Les pratiques de marché actuelles datent d'une période dite covenant-lite due à l'abondance des financements. Dans les nouvelles conditions de marché, les créanciers obligataires peuvent chercher à se protéger contre des financements nouveaux qui limitent de facto leurs leviers de négociation dans la restructuration subséquente (cf. *infra*).

Negative pledge

• La documentation obligataire contient généralement des restrictions sur la capacité du débiteur et de ses filiales ou, le cas échéant, de ses Filiales Principales, d'octroyer des sûretés réelles et/ou personnelles.

• Dans le cadre d'émissions obligataires privées (type Euro PP), il est coutume d'encadrer de manière plus stricte la mise en place de sûretés par le groupe. Cela est d'autant plus vrai lorsqu'une émission d'obligations privée (type Euro PP) est mise en place alors que d'autres endettements existent, auquel cas la rédaction de la clause de negative

pledge prend généralement en considération les clauses des financements (notamment) bancaires existants avec lesquels elle est pari passu en alignant les termes de ses modalités avec celles dudit financement existant. Il en est de même lorsque l'émission obligataire projetée est mise en place concomitamment avec un financement bancaire (term loan, RCF, etc.) avec lequel elle est pari passu. Dans ce cas, les termes et conditions des deux financements sont généralement alignés avec le même niveau de protection pour les investisseurs. Les clauses restreignent de manière générale la mise en place de toute sûreté à l'exception de sûretés limitativement énumérées.

✂ RECOMMANDATION

Il est opportun d'inclure des clauses de negative pledge dans la documentation obligataire. Ces clauses doivent être fermement négociées afin d'être les plus extensives possibles (dans la limite des pratiques de marché). Ces clauses présentent un grand intérêt pour les obligataires : leur violation constituera (comme tout non-respect aux stipulations du contrat d'émission) un cas de défaut pouvant entraîner (i) une exigibilité anticipée des obligations (ii) générer des commissions de renonciation audit cas de défaut (waiver fees) versées par l'émetteur en faveur des obligataires ou, à tout le moins, (iii) constituer un levier de négociation.

- En revanche, dans les émissions obligataires admises aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociations (Eurobond, programme EMTN), la pratique de marché consiste à n'inclure que des restrictions à la mise en place de sûretés en garantie de financements sous forme de titres de créance (en laissant la liberté à l'émetteur et/ou ses filiales de consentir des sûretés pour garantir les dettes d'emprunt sous format prêt/crédit).

✂ RECOMMANDATION

Si au moment de la mise en place d'une émission obligataire admise aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociations l'émetteur a d'ores et déjà en place des financements (prêts, crédits, émissions obligataires, etc.) qui par nature comportent des clauses de negative pledge plus restrictives que celles incluses dans les émissions cotées, il est opportun d'insister pour aligner la clause de negative pledge de l'émission obligataire envisagée avec celle des financements existants.

Privilège de conciliation (negative pledge)

- La documentation obligataire exclut souvent les « privilèges légaux » de la liste des sûretés dont l'octroi par le débiteur est limité contractuellement. Or, l'octroi du privilège de conciliation pour certains financements peut entraîner des conséquences importantes dans la restructuration subséquente (cf. infra).

✂ RECOMMANDATION

Inclure dans la documentation obligataire une restriction (negative pledge) sur la demande d'un privilège de conciliation par le débiteur ou les filiales qu'il contrôle pour tout financement dépassant certains seuils fixés en fonction de l'entreprise. L'objectif de cette restriction est de s'assurer que les créanciers obligataires, dont le consentement est nécessaire en cas d'accord, seront attirés aux négociations en temps utile, et notamment lorsqu'il est envisagé d'octroyer le privilège de conciliation pour des nouveaux financements.

Fiducie-sûreté (negative pledge)

- L'octroi par le débiteur d'une fiducie-sûreté confère une protection efficace aux créanciers qui en bénéficient, qui sont exclus des classes de par-

ties affectées (et donc du vote de la majorité) en cas de restructuration avec classes, et bénéficient d'une protection efficace dans l'hypothèse d'un plan de cession ou liquidation (cf. supra, Partie 1., 1.6). Ce type de sûreté peut entraîner des conséquences importantes sur les négociations de restructuration, notamment lorsqu'elle est accordée par des débiteurs déjà en difficulté financière.

✂ RECOMMANDATION

Inclure dans la documentation obligataire une restriction (negative pledge) sur la mise en place d'une fiducie-sûreté par le débiteur ou ses filiales pour tout financement dépassant certains seuils fixés en fonction de l'entreprise.

Autres sûretés (negative pledge)

- Il est à noter que même les sûretés autrement peu efficaces peuvent conférer une protection accrue aux bénéficiaires dans le cadre des restructurations soumises au vote des classes de parties affectées (cf. supra, Partie 1., 1.6).

✂ RECOMMANDATION

Restreindre la capacité du débiteur d'octroyer des sûretés pour des nouveaux financements dépassant certains seuils fixés en fonction de l'entreprise, par référence au montant du financement ainsi sécurisé et non pas seulement par rapport à la valeur de l'actif sous-jacent.

Subordination structurelle (negative pledge)

- La mise en place par le groupe de financement structurellement senior au niveau des entités opérationnelles peut avoir des conséquences importantes dans les restructurations subséquentes, notamment si les mêmes créanciers ont également des expositions au niveau de la holding (cf. supra, Partie 2., 2.3).

✂ RECOMMANDATION

Identifier les entités du groupe / filiales significatives dont l'endettement financier serait limité à un seuil fixé en fonction de l'entreprise.

Risques d'élévation de l'endettement existant (negative pledge)

- Les financements covenant-lite permettent des stratégies de liability management par les débiteurs qui mettent des catégories différentes de créanciers en opposition. Ces stratégies sont préjudiciables pour les créanciers avec des leviers contractuels faibles.

- Dans le cadre d'une restructuration le débiteur peut chercher à offrir une « élévation » de l'endettement existant, i.e., des sûretés ou séniorités aux créances qui étaient pari passu avant cette opération.

▲ POINT D'ATTENTION

Les débiteurs peuvent être tentés d'organiser des restructurations en deux étapes : (i) tout d'abord négociation avec certaines catégories de créanciers permettant à ces dernières d'améliorer la protection de leur exposition existante pour garantir un traitement préférentiel (« élévation »), en échange de nouveaux financements ou autres concessions ; (ii) ensuite une restructuration globale impliquant tous les créanciers mais préjudiciable aux créanciers non « élevés » (uptiering transaction) – cf. cas du précédent Orpea.

- Les débiteurs peuvent chercher à mettre en oeuvre de telles transactions d'élévation préalable par la voie d'une conversion / novation de la dette préexistante dans de nouveaux titres de créance ou lignes de crédit avec des sûretés plus efficaces.

- Les débiteurs peuvent chercher à mettre en oeuvre de telles transactions d'élévation

préalable en transférant la dette d'une holding vers une entité opérationnelle significative pour que les créanciers puissent bénéficier d'une séniorité structurelle (cf. supra, Partie 2. 2.3).

✚ RECOMMANDATIONS

- La documentation obligatoire peut restreindre la capacité du débiteur d'octroyer des nouvelles sûretés (y compris fiducie-sûreté ou privilège de conciliation) pour des financements préexistants qui dépassent un seuil fixé en fonction de l'entreprise.

- La documentation obligatoire peut restreindre la capacité du débiteur de procéder au paiement par conversion ou novation des endettements financiers qui dépassent un seuil fixé en fonction de l'entreprise.

- La documentation obligatoire peut restreindre la capacité du débiteur à transférer des endettements financiers qui dépassent un seuil fixé en fonction de l'entreprise vers certaines filiales.

Cession d'actifs significatifs

• L'appréciation du risque du financement se fait en fonction de la valeur de l'entreprise et des actifs auxquels les créanciers auraient accès en cas de défaut de paiement. Pour cette raison, la documentation financière contient souvent des restrictions sur les cessions ou les transferts d'actifs importants du débiteur et autres membres du groupe (*restricted*) dont le non-respect constitue un cas de défaut, tout en laissant des baskets suffisants pour ne pas contraindre les activités économiques du groupe.

• Il est fréquent que la documentation d'émission prévoit des cas de remboursement anticipé partiel des obligations en cas de cession d'actifs significatifs (corporels, incorporels ou financiers) soit dès le premier euro soit au-delà d'une franchise fixée dans la documentation.

▲ POINTS D'ATTENTION

- Il est nécessaire de porter une attention particulière à la rédaction de cette clause notamment lorsque plusieurs financements *pari passu* sont en place (avec un alignement des clauses) afin de vérifier que la clé de répartition du produit de cession à l'occasion des remboursements anticipés obligatoires pour cession d'actifs significatifs soit bien équilibrée.

- Dans certaines transactions, les débiteurs peuvent chercher à exploiter des imperfections de la documentation financière pour transférer des actifs importants (ex. propriété intellectuelle) vers des entités du groupe qui ne sont pas contraintes dans leurs cessions et investissements (*unrestricted*) ou peuvent être libérées de telles contraintes, par anticipation d'une restructuration financière – l'exemple connu étant la restructuration de J. Crew en 2017 aux États-Unis (*drop-down transaction*).

✚ RECOMMANDATIONS

- Prévoir des limites strictes sur le transfert / cession de certains actifs significatifs ou dont la valeur de marché dépasse des seuils fixés en fonction de l'entreprise. Ces limites peuvent notamment viser la propriété intellectuelle importante.

- Prévoir des limites aux investissements ou transferts des produits du financement par des entités *restricted* vers des entités *unrestricted* (non soumises aux contraintes contractuelles).

- Prévoir contractuellement l'engagement de l'emprunteur de solliciter et communiquer une évaluation indépendante / *fairness opinion* pour justifier les prix de transfert d'actifs significatifs (y compris propriété intellectuelle) vers des entités du groupe non-contraintes (*unrestricted*). Dans les sociétés cotées, il est envisageable d'exiger que l'expertise et le transfert soient approuvés par des membres indépendants du conseil d'administration seulement.

Annexe

Tableau synthétique des sûretés réelles en droit français

	TYPE DE SÛRETÉ	SUSPENSION DES POURSUITES	MODIFICATION DE L'ASSIETTE DE LA SÛRETÉ	SUBSTITUTION	RETRAIT CONTRE PAIEMENT	CESSION DE L'ACTIF GREVÉ (SAUVEGARDE / RJ)	LIQUIDATION JUDICIAIRE
FIDUCIE SÛRETÉ	Propriété	Oui si contrat de mise à disposition est en cours Non en l'absence de contrat de mise à disposition (si créance exigible)	Accroissement de l'assiette interdit après ouverture (ex. dividendes après ouverture, clauses d'arrosage ou maintien de valeur)	Non	Oui (autorisation juge commissaire)	Non Contrat de mise à disposition incessible (sauf accord)	Contrat de mise à disposition n'est plus un contrat en cours Exécution possible par transfert de propriété ou cession (droit exclusif à concurrence de la créance)
CESSION DAILY	Propriété	Oui (contre débiteur) Droit de paiement exclusif par le débiteur cédé après notification (notification possible après ouverture)	Non affectée (i.e., créances qui naissent après ouverture tombent dans l'assiette au titre d'un contrat cadre pré-procédure)	Non	Non	Non	Droit exclusif sur tous les paiements du débiteur cédé après notification Créance à déclarer pour tous les paiements reçus par le cédant avant notification au cédé
CRÉDIT-BAIL	Propriété	Oui si contrat en cours (continuation possible sans paiement de loyers pré-procédure) Demande de restitution possible	N/A	Non	Paiement pour lever l'option d'achat possible (autorisation juge commissaire)	Non (actif isolé) Cession possible du contrat de crédit-bail dans le cadre d'un plan de cession d'entreprise (levée d'option d'achat possible)	Paiement pour lever l'option d'achat possible (autorisation juge commissaire) Cession possible du crédit-bail dans le cadre d'un plan de cession d'entreprise Demande de restitution possible
CESSION DE CRÉANCE À TITRE DE GARANTIE	Propriété	Oui (contre débiteur) Droit de paiement exclusif par le débiteur cédé après notification (notification possible après ouverture de la procédure du débiteur)	Accroissement de l'assiette interdit après ouverture (ex. créances naissant post-ouverture, loyers postérieurs, etc.), mais possible clause de maintien de l'assiette en nature	Non	Non	Non	Droit exclusif sur tous les paiements du débiteur cédé après notification Créance à déclarer pour tous les paiements reçus par le cédant avant notification au cédé

	TYPE DE SÛRETÉ	SUSPENSION DES POURSUITES	MODIFICATION DE L'ASSIETTE DE LA SÛRETÉ
GAGE-ESPÈCES	Propriété	Oui Réalisation possible pendant la procédure (imputation / compensation)	N/A
CLAUDE DE RÉSERVE DE PROPRIÉTÉ	Propriété	Oui Revendication du bien possible (sauf paiement intégral)	N/A
NANTISSEMENT DE COMPTE TITRE	Rétention (après notification)	Oui	Accroissement de l'assiette interdit après l'ouverture (ex. dividendes après ouverture, clauses d'arrosage), mais possible clause de maintien de l'assiette en nature
NANTISSEMENT DE CRÉANCE	Rétention (après notification)	Oui Obligations de céder les actifs dans les 6 mois Attribution judiciaire possible En cas de cession p référence sur quote-part < créanciers de rang supérieur	Accroissement de l'assiette interdit après ouverture (ex. créances post-ouverture échappent au nantissement), mais possible clause de maintien de l'assiette en nature

SUBSTITUTION	RETRAIT CONTRE PAIEMENT	CESSION DE L'ACTIF GREVÉ (SAUVEGARDE / RJ)	LIQUIDATION JUDICIAIRE
Non	Non	Non	Imputation des sommes possible (sans attribution judiciaire)
Non	Paiement intégral pour retirer le bien (autorisation juge commissaire)	Oui (droit exclusif du créancier sur le prix)	Revendication du bien possible Exclusivité sur prix en cas de cession
Non	Paiement intégral pour retirer le bien (autorisation juge commissaire)	Non sans paiement intégral / retrait du gage	Obligation de céder les actifs dans les 6 mois Retrait possible contre paiement intégral Attribution judiciaire possible Exclusivité sur prix en cas de cession d'actif/d'entreprise
Non	Paiement intégral pour retirer le bien (autorisation juge commissaire)	Non sans paiement intégral / retrait du gage	Obligation de céder les actifs dans les 6 mois Retrait possible contre paiement intégral Attribution judiciaire possible Exclusivité sur prix en cas de cession

	TYPE DE SÛRETÉ	SUSPENSION DES POURSUITES	MODIFICATION DE L'ASSIETTE DE LA SÛRETÉ
NANTISSEMENT DE COMPTE BANCAIRE	Rétention (après notification)	Oui Possibilité du blocage du compte après l'ouverture de la procédure débattue en jurisprudence et doctrine	Assiette du nantissement sur le solde du compte à l'ouverture seulement
GAGE AVEC DÉPOSSESSION	Rétention	Oui	Accroissement de l'assiette interdit après ouverture
GAGE SANS DÉPOSSESSION	Rétention (mais « fictive » et non opposable en sauvegarde / RJ)	Oui	Accroissement de l'assiette interdit après ouverture, mais possible clause de maintien de l'assiette en nature
NANTISSEMENT DE PARTS SOCIALES	Préférence	Oui	Accroissement de l'assiette interdit après ouverture (ex. dividendes versées après ouverture), mais possible clause de maintien de l'assiette en nature

SUBSTITUTION	RETRAIT CONTRE PAIEMENT	CESSION DE L'ACTIF GREVÉ (SAUVEGARDE / RJ)	LIQUIDATION JUDICIAIRE
Non	Païement intégral pour retirer le bien (autorisation juge commissaire)	Non sans paiement intégral / retrait du gage	Obligation de céder les actifs dans les 6 mois Retrait possible contre paiement intégral Attribution judiciaire possible Exclusivité sur prix en cas de cession
Non	Païement intégral pour retirer le bien (autorisation juge commissaire)	Non sans paiement intégral / retrait du gage	Obligation de céder les actifs dans les 6 mois Retrait possible contre paiement intégral Attribution judiciaire possible Exclusivité sur prix en cas de cession
Oui (rétention non opposable)	Non	Oui par cession isolée (période d'observation ou plan). Préférence sur une quote-part, < créanciers de rang supérieur. Mais transfert de la sûreté et crédit (paiements postérieurs) ayant financé l'actif. Non par cession d'entreprise (sauf si paiement intégral / retrait du bien)	Obligation de céder les actifs dans les 6 mois Retrait possible contre paiement intégral Attribution judiciaire possible Exclusivité sur prix en cas de cession
Oui	Non	Oui Préférence sur une quote-part < créanciers de rang supérieur Mais transfert de la sûreté et crédit (paiements postérieurs) ayant financé l'actif	Obligations de céder les actifs dans les 6 mois Attribution judiciaire possible En cas de cession préférence sur quote-part < créanciers de rang supérieur

	TYPE DE SÛRETÉ	SUSPENSION DES POURSUITES	MODIFICATION DE L'ASSIETTE DE LA SÛRETÉ
NANTISSEMENT D'AUTRES ACTIFS INCORPORELS (BREVETS, MARQUES, ETC.)	Préférence	Oui	Accroissement de l'assiette interdit après ouverture, mais possible clause de maintien de l'assiette en nature
NANTISSEMENT DE FONDS DE COMMERCE	Préférence	Oui	Accroissement de l'assiette interdit après ouverture
HYPOTHÈQUE	Préférence	Oui	N/A

	SUBSTITUTION	RETRAIT CONTRE PAIEMENT	CESSION DE L'ACTIF GREVÉ (SAUVEGARDE / RJ)	LIQUIDATION JUDICIAIRE
	Oui	Non	Oui Préférence sur une quote-part < créanciers de rang supérieur Mais transfert de la sûreté et crédit (paiements postérieurs) ayant financé l'actif	Obligations de céder les actifs dans les 6 mois Attribution judiciaire possible En cas de cession préférence sur quote-part < créanciers de rang supérieur
	Oui	Non	Oui Préférence sur une quote-part < créanciers de rang supérieur Mais transfert de la sûreté et paiements postérieurs si le crédit a financé l'actif	Obligation de céder les actifs dans les 6 mois Attribution judiciaire impossible En cas de cession préférence sur quote-part < créanciers de rang supérieur
	Oui	Non	Oui Préférence sur une quote-part < créanciers de rang supérieur Mais transfert de la sûreté et paiements postérieurs si le crédit a financé l'actif	Obligation de céder les actifs dans les 6 mois En cas de cession < créanciers de rang supérieur

Les Dossiers de l'Af2i

Titres de créances et nouvelles procédures d'insolvabilité

La remontée des taux a malheureusement fragilisé un certain nombre d'entreprises. Des entreprises, parfois de taille importante, ont ainsi utilisé les nouvelles procédures d'insolvabilité créées par les récentes réformes. Les institutionnels ont dû faire face rapidement à des situations où il est apparu une forte réduction de leurs capacités à recouvrer, ou à sécuriser, tout ou partie de leurs créances. Outre un constat de l'organisation du risque réel des titres de créances, une réorganisation des équipes crédit et de leurs conseils est devenue cruciale

Le présent guide a pour but d'aider les membres de l'Af2i à s'organiser et à maîtriser des situations complexes, pour anticiper et faire face aux problématiques posées par l'application des divers dispositifs mis en place pour traiter les situations des entreprises en difficulté.

Cette étude est une publication de
l'Association française
des investisseurs institutionnels
58, rue de Lisbonne • 75008 Paris
Tél. : 01 42 96 25 36

af2i@af2i.org • www.af2i.org



Prix: 90,00 euros HT (TVA 5.5%)

ISBN : 978-2-9572009-6-2

Dépôt légal : Mars 2023

Directeur de la publication : Hubert Rodarie

Création graphique : Olly Project

Illustration couverture : Shutterstock

Impression : C2print

Imprimé sur papier FSC – Gestion durable des forêts